全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

穩操勝算

WINNER TAKE ALL

WILLIAM R.GALLACHER 著
寶宇財務顧問公司 譯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

序……5

第一章 引言

魅力……1
诱惑……2
机率……5
玩家……7
投机者与赌徒……13
超载……17

第二章 交易圈

商品交易的客户……25
商品交易经纪商……29
艾略特波浪与费伯纳西鬼魂……32
甘氏的功业……35
预言家与获利客……40
为冠军欢呼……50

第三章 错误的观念

商品期货的基本观念……55
阅读金融版……57
生活在不确定中……61
图形分析人士……62

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

墨菲法则……68
乌龟……74
季节性与其他神话……77
根据心理学来交易……79
零和游戏……84
回归……85
悲泣的游戏……90
基本分析者与技术分析者……91

第四章 期望

知识与经验……101
技术交易系统—设计……103
技术交易系统—操作……106
技术交易系统—评估……117

第五章 有效性的质疑

交易的真实成本……125
连续亏损……130
分散投资，一份红利……134
最佳的结果……136
系统为什么会失败……139
狗咬狗……142
绵羊……148
商品基金……150

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人工智慧......154

第六章 基本分析

基本分析的优势......163
正确的素材......165
灵感或苦力......167
多头、空头或均衡?......170
永恒的三角关系......172
黄豆及其产品......177
玉米......178
小麦......179
可可豆......181
糖......182
活牛......184
猪腩......186
贵重金属......187
利率期货......189
外汇股价指数期货......190
外汇......191
资料来源......192
关系与连结......193

第七章 执行

判断正确与保持参与......197

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建构因素 203
如何执行交易......211
部位的扩充......218
二比一......219

第八章 资金管理

难题......221
普遍的错觉......225
风险程度......229
最大净值跌幅......232
金额......241
跑马场的一天......244
最佳 f 值......248

第九章 选择权

你无法拒绝的提议......255
选择权的基本知识......258
卖方的优势......262
选择权出售实务......276

第十章 回顾

摘要......281
真理与后果......284
临别赠言，致胜心态......287

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

《稳操胜算》一书初版于 1983 年，以小手册的版面发行。本书获得绝佳好评，在加拿大的销售量还算不差——加拿大书籍市场相当有限，尤其是商品书籍的市场。《稳操胜算》从未在美国发售，但销售量一直很稳定，我认为本书的销售多半透过口碑，经由专业书店销售的数量应该不太多。

1992 年，大约是本书出版之后九年，一件非常奇特的事情发生了。《稳操胜算》在美国的报章重新被报导，需求量激增。在多伦多市库房中堆积出尘的几百本书，在几周之内售罄。之后不久，芝加哥市的 Probus 出版公司询问我，是否愿意修订，准备发行第二版。许多年来，本书一直处在"阴阳魔界"，我如何能拒绝？

当然，这表示我必须重新阅读《稳操胜算》，重新思考十年前所说过的话。所幸，几乎所有的陈述都经得起时间考验。但是我以为有些内容需要修正，有些需要增补。因此，第二版的书要比原书厚。

表面上看起来，商品界的若干重大变革系电子装置进步的结果。今天的交易员掌握庞大的电脑能力任其运用，随时能操

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纵数量惊人的精密电脑软件，协助他做成决策。尽管随时可以取得新的交易工具，交易员却发现市场变得比以前更难赚钱一或许会越来越难。

单靠技术面因素而投入市场的资金越来越多，短期价格波动也更加激烈。但长期而言，市场特色或许一点也没有改变。供需的基本面变化仍主宰价格，尽管电脑 RAM 的容量能找出历史价格数列中潜在的秩序。

若干昨日的明星玩家仍然存在，但大部分是新脸；商品交易员向前挺进仿佛游行队伍，反而不像散步的群众。虽然嘴脸改变了，但是成功的形态显然没有变；同样的行为可以保证，钱会从没有能力守成者的口袋中流出，流入准备接受者的口袋。

有一件事确实改变了，那就是交易员展示和操纵资料的速度和便利性。十年前，只有富有的狂热分子才负担得起在自己家里装设即时报价资讯。目前，小型个人报价萤幕这类设备已经十分寻常，而且附有程式的个人电脑可以搜集即时资料，并立即以各种方式加以处理。只要一按按键，交易员就能随心所欲地展现震荡指标、移动平均和任何的“随机指标”——时间间隔可以短到一分钟，也可以长到一个月。

市场媒体的报导也大肆扩张，我们拥有电视频道及 CNBC，它们完全投入商业报导，对每一则惊人的消息，只要是重要而且不合理，专家都会提供分析。

简言之，资讯传输科技的进步已经大幅改变了交易决策订

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的大环境，以及将观念转化成市场委托单的速度。因此，市场可能变得越来越有效率，走势也越来越不稳定。关于短期价格的不稳定及其对交易员之期望所赋予的意义，我却有许多话要说。

在研究方面，电子资讯爆炸，加上大量资料处理的能力精进，已经驱使许多趋势追随者利用“人工智慧”和混沌理论，寻找潜藏在市场背后的秩序。它们会造成什么结果，我也有些话要说。

越来越多的人想管理你的资金。尽管失败重重，商品基金仍有如雨后春笋般地滋长。推销员和咨询顾问仍大力举办说明会，上当者仍愿意付钱去上课。在《稳操胜算》的第一版，我讨论了若干位当今令人炫目的操作者，并评估他们成名的原因。这大约是十年前的事了。令人惊讶的事是，至今他们仍然存活，仿佛五月份法兰西河上的黑蝇，同样地生生不息、可预测和恼人。交易圈从未在城里消失，而我也提供能鉴赏超越正常行销手法的人士，若干行事过度的新鲜趣事。

股票期货、债券以及外汇期货不断地从传统商品市场吸纳业务。理由很简单：金融工具，其中包括黄金，从基本面来看是最难预测者，因此它们也最容易成为意见鲜明、无知且无争辩余地的市场。同时，最容易从事经济预测的市场如猪腩，却不受人欢迎，这显示大趋势已经脱离基本面而采取技术性操作。

我保存了第一版内文的完整。但有若干增补。期货选择权在目前要比十年前更受欢迎，而我用专章讨论选择权的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我也增加了资金管理的新章节，并且深入探讨影响个别商品和各类商品的基本面因素。

我坚信交易的专业技术多半来自于对别人失败最大的了解。因此，我花费了许多篇幅探讨企图击败市场而失败的交易方法，此应无须辩解。我也讨论市场分析师所信奉的许多观念，虽然广为接纳，其实经不起严厉的考查。我强烈建议交易员要对所谓的专家意见保持健康的怀疑态度。我对专家的批评毫不留情，这是事实，但我只攻击残缺的观念，怪异的宣称，以及刻意地掩蔽事实。

读者会发现，我坚信商品交易必须采用基本面分析法，而且决策要亲自做成。这一点使我成为稀有阵营中的一员——由于技术分析一直吸收投诚者，基本面分析的阵营正在萎缩。

在本书所提到的人名中，我个人只认识 Dr. Alexander Elder，亦即纽约 Financial Trading Seminars 的总裁。虽然他是一位技术面操作者，而且与我的操作理念大相径庭，却是我前一本书的热情支持者，对第二版书的印行，他的帮助也不小。我特别要感激他，同时要感谢 Probus 出版公司有益的建议。

为方便起见，我始终用男性的他来称呼交易员，商品交易也是为男性所主宰的领域。我相信女性读者会接受这样的传统。

身为有廿年操作经验的交易员，我有资格警告读者关于交易员承受压力时所做的许多蠢事，毕竟我自己也干过这些事，我在市场上仍然会干蠢事。另一方面，我可以说在这段路途

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，我也干过一些精明的事，而且只开过一张支票给商品经纪人。

许多人听过商品的交易，却很少人自己尝试去作。商品交易书籍的作者因此必须慎重思考，到底书是为谁而写的。我对本书结构的安排是为了迎合大多数的读者。我假设他们没有任何商品方面的知识，也相信只要有自然好奇心、机智而且有浓厚学习兴趣的人，都能阅读和理解本书的内容。我尽量清楚地表达，少使用专业术语，尽力避免运用流行的数学公式。

但这并不表示本书的内容极其简单，连经验老道的交易员也会认为其中道理不说自明或是陈腔滥调。相反地，我一直在寻找新的素材，并设法以创新而挑逗的观点加以阐述。

虽然我了解有许多的分析师会因为所钟爱的理论被攻讦而感到愤怒，但我的职责是尽量向读者说明。专家因其所述而成其名，我宁可影响别人，而不是为了交朋友。

Bill Gallacher

French River,Ontario

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要把希望寄能在凡人，或
沦为别人所相信者的奴隶。
如果你需要值得信赖的人，
相信你自己。

- Bob Dylan

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 一 章

引 言

魅力

时机成熟时，商品价格将随着供需的变化而波动。因此，期货价格的预测是经济学(economics)领域的课题。非常令人讶异地，有关这项主题的著述并不多——至少以书本的形式而言是如此。这或许是因为宇宙以极不可捉摸的方式展现个中奥秘，而总是使最谨慎的研究预测成为笑柄。

依据经济基本面之研究预测期货价格，涉及弹性而动态（dynamic）的思考。很多有关商品交易的书籍——大多数是近几年所发行者——建议以系统（systematic）方法处理交易，这种信念的基础乃认为，期货价格可以单单透过先前的价格型态加以预测，而且完全不必参考经济因素。这类书籍强调统计数据（并十分严谨），图形阐述与机械式法则的遵循。这些书籍以所谓的技术交易员（technical traders）为诉求对象；对一般读者而言，它们则十分晦涩。

我采用比较宽广的方法，审视有关交易的动态与系统哲学。我同时会观察商品的舞台——玩家、经纪人、资金管理者、投资顾问以及自诩为市场大师的非主流人士，商品市场可以为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人类的心理提供许多有趣的见解，单单为了这项理由便值得我们稍做描述。

“为了旅行而旅行，”史帝文生（Robert Louis stevenson）写道，“我从舒适的文明之床下来，感受足下巨大的花岗岩，散布着锐利的燧石。”不要误解。对大多数疲惫的灵魂而言，商品市场充斥着锐利的燧石。

好的交易就如同好的旅行，它是一门艺术，需要想象与真正的努力。精通交易的交易员会发觉，他是为了交易而交易——可能不完全如此——并且在其行动中尽情地享受。对于不擅长交易的交易员而言，他可能会发现自己是为了报复而交易，并陷入难以脱身的困境。

商品交易应该是一项令人愉快的经验，它是机会，可以让人们利用实质的金钱来测试经济学应用技巧。其展望是财务的的独立，点缀着运动式的愉悦。虽然赌徒喜爱它，但是交易——至少是精明的交易——与反应并无多少关联。它固然需要运用脑力，但最重要者仍是需要有想像力；缺乏想像力的交易就如同根据数字来作画。

诱惑

人们从事商品交易是为了赚钱，或者更明确的说，由其它交易员手中攫取金钱，他们也是为同一个目的而辛勤工作。商品投机者不会在供给不足时拉抬价格，也不会在供给充裕时压低价格。除了极短暂的期间，经济实质因素将决定价格。因此，投机者是价格的接受者，而非价格创造者，在多伦多或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迈阿密的有产阶级都乐于证明此点。

“今天市场待你如何？”一些善意的非期货界朋友总是这么问我，仿佛市场有人性，早晨起身时，它可能和蔼可亲或性情乖戾。

“我如何对待市场才是实际的问题”，我回答，“市场始终是穷凶恶极、不可思议而且诱惑人”。

和房地产或股票不同，商品并无所谓的坏(bad)市场，而只有令某些人快乐，令其他人不快乐的市场。不论市场上涨或下跌，皆是如此。市场处于崩跌时，如果你拍一位做空人的肩膀，你会发现他张口大笑。

虽然习惯上，我们会谈论有关交易所的交易或市场上的交易，但是交易员实际上是从事于彼此之间的个人战争。虽然战争的法则非常单纯，但是很少人能够维持一贯的胜利，因为正确的行动并不明显。致胜的交易员必须学习处理各种障碍，例如自己阴晴不定的脾气、不完整或误导人的各种资讯以及那些自以为是的意见。

任何阅读本书的人，或许已经从事于交易，不然至少也考虑要从事交易。或许读者刚刚接到一通推销员的电话。他朋友的朋友拥有一套必胜的交易系统，它每年都可以倍增你的资金直到永远。或许读者所认识的某个人，他忽然购买了一艘称为“九月份小麦”(September wheat)的帆船。

如果你不曾从事交易，却被引诱去做——不论其理由为何——你应该如何进行呢?是否有大有斩获的机会存在，或者你将成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为另一个被斩的人？记住，那些场内的人——经纪人、顾问及资金经理人——希望你进场，而且是非常地希望，为什么？因为招募新玩家来取代那些出场者的情况就是这场游戏的名称，而且是此奇特而不安定行业中，永远不变的事实。另一方面，场内人士会警告你远离商品市场，他们会引用一些陈词滥调的恐怖故事，说你可能亏损到一无所有，而庭院内的猪腩却堆积如山。

假设你秉持谨慎的态度持有某种商品的部位。你的机会如何呢？广被接纳的看法认为，大多数的交易员以长期而论都会亏损——这可能是此行业中，唯一广为接纳且绝对正确的看法。商品交易是否是一场不可能的游戏？是否有真正的大赢家，如果有，那么你如何成为其中之一？我不保证能解答这些问题，但我当然希望在本书中加以解答它们。

即使是深思熟虑与颇具能力的人，通常也无法就商品提出正确的问题。有些人则根本不提出任何问题，而是根据某位不认识的推销员的强力推荐，卤莽地进行第一笔交易。他的说辞可能颇令人信服。如果他遵照公司的方针行事，报告也可能颇具权威性，读起来像是神旨。但是想想看你所得到的是什么；它可能是某位分析师的看法(One analyst's opinion)，可是这位分析师可能有、也可能没有任何见解。

在这种情况下，假设你的交易最后是获利的，当然，获利是这场游戏的目的。但这是很好的结果吗？我并不以为然。首先第一笔交易迅速获利的快感会使你忽略未来潜伏的危机。其次，利用别人的意见来获利，将形成难以克服的依赖。其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三，虽然你可能赚几块钱，却完全没有学习到任何事。

除非你自己对某项商品具有充分的认识，并能就其价格做出独立的评估，否则你不应该从事该商品的交易。做成评估所需要的理解，并不如你所想象的那般困难，但它确实需要耗费一番工夫。

然而，如同先前我所举出的例子，你的首笔交易决策很可能会依据其他人的建议而做定。在一连串的错误之后，你可能开始怀疑这种交易方式是否为明智之举。不好的交易习惯能够改正，但是一开始养成这种习惯便太可惜了。

自己的想像力就是你最大的资产。让它尽情发挥。这就是我所要引导你走的方向。学习制定自己的决策。

学习信赖自己。

机率

就统计而言，一般交易员的胜算并不大。这是可以理解的，因为一般交易员没有经过认真地思考便想击败市场。如果你像他们那样思考，你就不可能击败市场。除非你能够发展出一套方法，使你比一般群众更具有交易上的优势，否则你将纳入另一个统计值。

如果你对商品交易的预期是迅速获利，而不需要认真工作，那么你选错了参考书。非常抱歉。我无法告诉你黄金将上涨或下跌到 1000 美元或 100 美元的价位，我也不能告诉你在过去的二十年，曾经有十九年出现某种季节性形态。这些内容属

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于那种要价 3000 美元的商品讲座与 300 美元的教科书，市场上充斥着这类教材。

我们应该以某种程度的怀疑态度，对待任何有关投资建议的书籍，包括这本书在内。某些书籍几乎在赤裸裸地推销。而且以人类最基本的本能——贪婪——为诉求重点。比方说，某一本教科书可能暗示着讲习会的课程，间接地要求读者订购某一套系统或其他的产品，这些产品却是作者——或与作者共谋的人——所要推销的东西。你可能要读完整本书之后才能发现这一点。所以，容我在此先做说明，我没有任何公式或系统要推销，除了本书之外，我也不推销任何东西，随后各章节所提到的任何个人，与我之间均无任何私人关系。

有许多关于商品交易的荒唐作品不断发行。我能够迅速发现其荒谬之处，因为我已经从事于交易有很长的一段时间了。比较没有经验的人可能无法即时发现这种荒谬的内容。在本书中，我所提供的最大功能可能是扮演揭穿的角色，因为有许多东西需要揭穿。

但是，各位读者的要求远甚于此。你希望得到指导。我拟定了交易指引，其诉求重点是针对有兴趣发展自己交易风格的交易员。它不是一种致胜公式，而是一种致胜的哲学。

你为什么应该关心我所说的交易哲学呢？我唯一证明它是合理的而且是有效的，如此才能令你信服。我不会利用过去辉煌的交易历史来达成此目的。喜欢炫耀其交易本事的人，通常都不值得一提；空瓶总是最能发出声。我是否始终遵循我所建议的纪律呢？不，虽然我应该如此。但是，我永远不会怀疑医

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生所做的诊断，他也应该戒烟。我所能提供给读者的最重要信条为：我在市场从事交易二十多年，忍受了不愉快的交易经验，但我只落后过一次——我所做的第一笔交易。这似乎不是著书立说的充分理由，但是很少人能够诚心诚意地如此宣示。

在《科学与人道主义》（Science and Humanism ）一书中，著名的量子物理学家欧文.史洛丁格（Erwin Schrodinger）如此写道："如果你不能够——以长期而言——告诉每个人你的工作内容是什么，则你的工作就没有价值"。我很可能只是想就商品市场说一些有用的事。

玩家

我最初从事商品交易时，交易员之间存在着许多社会的互动，这可能是当时的古怪科技（1971 年）所造成。比方说，多伦多的李察逊证券公司（Richardson Securities ）有一面机械式的巨大价格看板，某商品的合约创当天新高或新低价时，唧唧做响大型齿轮上的灯光便会闪出红色或绿色光。

交易员会聚集在这座怪物之前，接受每天的肾上腺素治疗。有些人终日徘徊于此，有些人则在午餐时间偷偷溜走。"巨板"的前面非常喧嚣拥挤，但大家聚集在此闲聊一些最近的消息，倾听其他玩家持有各种部位的理由，实在非常有趣。这是充满跑马场感受的社交场所——只是参加竞跑的是活猪，而且赛程永不终止。

天啊！科技改变了一切。透过各种电子器材以及全天候的商情报导网路，交易员可以随时取得价格资讯，而没有再相互

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接触的理由了。然而，玩家的基本交易习惯可能鲜有改变。最大的差异是，你现在可以足不出户地依赖家里的电脑，不要需要经纪商的报价机。

永远不会改变的是流往商品交易所的委托单，以及下达这些委托单的理由。整体而言，交易单是行动派(looking for action)人士在瞬间做成决策的产品。对交易员而言，最美妙的事莫过于从电脑屏幕上观察到他所创造的乱局。即使仅是片刻，他可以引起全世界的注意，这是何等的机运啊！只要一通电话，便可能改变历史（至少是《纽约时报》的财经版）以红利而言，你可以从电视上看到结果，它以光速瞬间反映出来！

纽约时间下午 2:25。白银交易只剩下十秒钟的时间，白银攀升到每英两稍低于 4.00 美元，这是几个月以来未曾到达的水准。在瑞士的日内瓦，有一个顺势操作的大型商品基金正在密切观察走势。仅要他们的图形显示有利的契机--亦即，如果白银在纽约收盘能够超越每英两 4.00 美元--他们将在明天买进。在毫不知情的情况下，你在今天的临收盘，下达十口合约的买单，这股小小的买进力道将白银拉升到 4.01 美元收盘--如果没有你的买单，它会收 3.999 美元。

次日早晨，巨型的商品基金开始采取行动，开盘之后，立即将白银价位推高 25 美分。突然间，整个市场心理出现变化，白银在图形上变得非常强劲。由于短期内没有基本面的限制(需求面由市场的希望所决定）白银持续攀升。买盘担心不能即时搭上此班列车而纷纷涌现。相关的谣言开始流传。人们发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掘各种“解释”白银价格势必走高的理由。这造成了火上加油的局面：空头陷入恐慌而仓促回补。

位于纽约州罗奇斯特市的柯达公司（Eastman Kodak,庞大的白银消费者）担心今天的走势会导致未来白银价格高涨。该公司于是宣布暂停扩产计划。这项消息迅速曝光。股票分析师受其影响，建议卖出柯达股票。柯达股票的疲软走势开始传染到整个市场。现在电脑类股也陷入误势。华尔街不振终于导致全球经济衰退。所有这些结果只是起因于你在白银市场的一笔小小买单。

不可能？谁知道呢？我们生存在一个混乱的世界，这个世界不断地向内部寻求解答，却无法发现任何答案，我描绘这一段有关白银的情节，纯属半开玩笑性质，是对过度依赖价格图形者所提出的一项警告。许多市场行为是内生(endogeneus)的，超乎理性的了解。

有关白银交易的想像已经够了。今天——1993 年 7 月 20 日——市场谈论的重点是黄豆，过去一礼拜以来，CNN 电台传送有关密西西比盆地遭受洪水肆虐的画面。由画面判断，人们可能会认为整个中西部都浸泡在水中，我们看到猪只挂在屋顶上晒太阳，饲料则用摩托艇运送。少数残存的黄豆作物，正在 Sargasso 海中伴着水草起舞。

在过去两星期，黄豆价格飙升 1.00 美元，报价目前为每英斗 7.00 美元。对某些玩家而言，神圣的真理已经展现：图形支撑、趋势线完好、“星期二反转”的现象也再度呈现。所有的系统均十分有利；黄豆似乎朝向 10 美元上迈进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它会这样吗？恰巧有一半的玩家似乎不认为如此，他们已经放空。对于看起来已经毁灭了的谷物，为什么他们竟然敢放空呢？明确地说，为什么他们认为黄豆价格会下挫，他们是瞎了？或聋了？他们是否是从索马利亚来的交易者？今天的情况当然对他们相当不利，因为黄豆再创合约新高价。在世界各地的办公室，做多的经纪人向客户道贺，赞扬他们先见之明；那些在牛角碰撞下的空头，则应着客户的心情而安慰或鼓励他们提起勇气。

在经纪商的办公室，今天的主要话题可能是有关黄豆，其他市场仍在交易，其他玩家也在密切观察。注意聆听。当“市场警讯”出现，在某个乡村俱乐部有一颗高尔夫球被击入深草丛。在其他地方，猪腩跌停板时，某个人的牙齿被拔错了。在苏黎世，每当瑞士法朗下挫一档，若干精明人士便咬牙切齿。在美国本土也这么游戏，我们有来自德洲的短颈石油巨商，和来自田纳西州的滑头小伙子。

全球有无数失眠的眼睛紧盯着来自于纽约与芝加哥的最新讯息。每个国家的国民深深相信，他们非常急切地想保护自己，放空他们的货币。在美国，我们有许多玩家，他们毫不在意密西西比河的高度，也不在意暴风雨是否会从现在持续到世界末日。这些人是图形观察者、电脑迷，一大群只透过价格行为本身来寻找意义的技术分析人士。从这个充满恐惧、希望、贪婪、浮躁，以及可能毫无客观思考的混战中，产生了一个奇异而十分短暂的均衡——商品的瞬间价格。

认为一或据此而行动一商品基本面不重要的玩家，其人数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

异常众多。虽然或多或少了解基本面交易员是根据经济因素做成决策，但图形观察者，尤其是当日冲销的交易员(day traders)，感觉他们必须随时与最新的报价保持接触。坐在经纪商办公室眼睛紧盯着报价机的人，通常是当日冲销的交易员。基本上，他们膀胱很强而且视力模糊。

长期失败并不会损害当日冲销交易员的信心。只要市场一开盘，他就企图战胜市场。他是佣金，尤其是其经纪人月收入的固定捐献者，他永远是这场游戏中最受欢迎的玩家。对当日冲销交交易员而言，没有消息便是好消息。事实上，消息是外来的干扰。消息需要解释，解释则需要思考。谁要知道谷物出口、谷物种植意愿、猪腩存量、棉花消费量、或铜产量等资料呢？当日冲销交易员会说，“基本分析是狗屎”，“一般大众知道某个讯息时，它已经反应在市场了”。

整体而言，当日冲销交易员只不过是一条小鱼而已——他们看起来每次只有下一、二口合约的能力。平心而论，他们的正确与否，虽然不会影响他们的生活，但佣金成本会不断蚕食他们。比较有长期市场观点的交易员——部位交易员(position traders)则有比较大的机会。如果不谨慎留意，即使是部位交易员也会受到严厉的伤害。头脑冷静的企业家认为，他们处理商机的能力能够伸延到商品市场——种可以理解，却是非常错误的观念——使他们不断浪掷巨大的财富。由于坚忍与果断而在别处获得成功，使他们倾向于坚守部位直到事实证明为正确为止。然而，没有人能够每次都在市场上正确无误。

部位交易员陷入错误的交易时，他们会变得无能而意气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在市场上遇到的最惨重伤亡。要算一位废五金巨商，他不愿意从铜的多头部位脱身，当价格从 1.30 美元挫跌到 65 美分，而价格愈跌，他愈愤怒地买进更多口合约。如果彩券为穷人的负担，则商品交易绝对是富人的负担。不服市场的倾向也会困扰所谓的“专家”。在 70 年代，Rowntree 巧克力公司的专业交易员在多头市场放空可可，随后变得不知所措，最后为公司亏了数千万美元。几年以前，加拿大元出现可观的走势，从 68 美分上涨到 90 美分。加拿大的金融评论员大声急呼“卖出，卖出，加拿大元会大跌”。金额庞大的加拿大年度赤字就是从芝加哥商品交易所（CME）的外汇交易厅流出的。

没有经验的交易员不完全了解商品期货合约是一种对未来（future）事件的赌注。我曾经认识一位非常有能力而且极具创意的造艇制造商，他所制造的帆船是世界上最好的帆船之一。他非常精明，但缺乏耐性。在专业领域内，他总是能够控制一切，并习惯随心所欲的生活方式。有一天，我发现他却因为黄豆而暴跳如雷。我不知道他对期货有任何兴趣——如果我知道，我会警告他。有位经纪人说服他买卖黄豆期货，而该笔交易进展得不顺利。

“你为什么要生气呢？”我问他。“你知道，它们可能上涨。它们只是没有而已。别责怪任何人”。

“你可以打赌它们会上涨”他说。“你知道吗？那个混蛋自称是经纪商。当我问他黄豆在那里，他说他们还有种植呢”。

“嗯，那又如何呢？”我有点迷惑地说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“那又如何？”他大叫。“如果早知如此，我根本不会买那可恶的东西”。

如果有输家，那么赢家在那里？你不常听到他们——我是指真正的赢家，而不是自吹自擂的人。赢家做了什么输家不曾做的事呢？一个人如果能够持续获胜，其游戏必有独特的玩法。且有合乎逻辑的纪律。我认为赢家不十分在意最新的价格，而会把时间花在研究影响长期价格的重要因素上。我认为，赢家会学习不让不相干的资讯干扰他的思路。我认为，赢家会以非常好的理由从事一笔交易，而且预期该笔交易会成功，不成功时，他也会从容接受。这只是这样认为，因为不得不如此。真正的赢家不多嘴。

投机者与赌徒

商品期货交易基于纯粹的经济理由而出现于上一个世纪；让生产者与消费者签订合约，在未来特定日期交割特定数量的商品，而其价格则于目前决定。这种预先的买、卖——或所谓的避险（hedging）——能够使经济活动更为稳定，在某种程度内，甚至可以避免价格波动，得以使经济计划的方程式除去一项未知因子。一般而言，消费者的买进需求不会恰好等于生产者的卖出需求。投机者因此而介入。

虽然商业的避险需求仍然很大，尤其在谷物市场，但是投机者已经占据了主要地位。事实上，我们可以辩称，目前期货市场的存在，主要是为了满足投机者的需求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了投机本身的目的，而且在此规模之下、投机是否满足任何有用的功能。甚至这个问题是否应该被提出来？拉斯维加斯的存在毕竟只是为了满足一般大众的赌博欲望。以娱乐的观点而论，赌博是一项合法的事业。虽然在某些观点之下，它受到贬抑，但投机仍被视为一项经济活动，而且可能——只是可能——对整体社会造成某种利益。

由于生活在资本主义国家，我们可以自由地在价格走势中投机。这种自由不需要任何额外的辩护，例如可以提升商业利益。唯一的要求是一般大众不受伤害，而且市场必须根据公平法则与程序加以组织，

The Rosenthal Report 约 1976 年

商业利益——那些在市场上应该避险者——在实务上大多属于投机。虽然如此，我们还是承认，交易所仍然忠于其原宗旨，持续提供避险功能给合法的商业利益，至少对实质(real)商品是如此，例如谷物、金属、肉类......等等，因此它具有真正的经济功能。

若干新成立的期货市场，其合法性一直受到强烈质疑——比方说，股价指数期货(股价指数期货是一种交易工具，使交易员能够赌整体股票市场的走势)。原则上，的确有充分理由反对指数期货交易。第一，因为指数交易员整体而言要比股票持有人更积极参与市场，所以股价期货指数非常可能带领(lead)股票市场，而不只是反应市场，因而增添股价价格原本不存在的波动风险。大约在过去十年，指数期货交易逐渐普遍时，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票市场的波动也逐渐增强，人们不禁怀疑 1987 年 10 月道琼工业股价指数出现令人叹为观止的崩跌，要是没有指数交易的话，那次的崩跌是否会如此严重。波动风险增加是否是坏事？我想是。我们必须记住，期货交易最初设立的目的是要提升价格的稳定性，并创造比较明确的商业环境。

股价指数期货交易与股票交易所的股票买卖截然不同：买方会拉升好公司的股价，而卖方会压低坏公司的股价。公司只要能利用股价的强势来募集投资资本，则股票自由交易便可以视为分配社会资源的有效机能，这些资源也能够最充分的利用。

但是，股价指数交易员完全不关心个别公司的相对绩效。根据定义，指数是一种平均值，整体经济状况的测量值，反应投资的持股意愿。指数期货部位是对整体经济状况所下的赌注，它并不扮演任何的经济功能。所以我们可以这么辩称：股票交易虽然属于投机行为，却是为了大众的利益；股价期货交易则已近乎纯粹的赌博，不必然（not necessarily）是为了大众的利益。

在某些圈子里，投机本身受到质疑。一般大众是否应该担心处于他们之中的投机份子呢？我不认为如此。可能除了股价指数的交易员，投机者是价格的接受者，而非价格的创造者。如果你做多某种合约，而我放空相同的合约，则我们两人其中之一会赢，而另一人会输。不论结果如何，这是我们俩人之间的私人问题，我们的赌局并不会剥夺社会的利益或造成其损害。另一方面，我很难辩称我们的合约会创造任何丝毫的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值。交易员只是企图要攫取彼此的金钱，在过程中，他们却浪费了许多时间。这种说法虽然正确，但是他们直接或间接地维护了许多人的生活，商品经纪商、研究分析人员、投资顾问、资金经理人，甚至功能受到质疑的电子产品制造商。如果商品交易员狂热的精力能够转到其他地方，则社会是否会因此而更具生产力，理性者的回答是肯定的。讽刺世者甚至可能提出质疑，期货交易是否真的是商业活动、或仅是“一位白痴所说的故事”，充满喧嚣与愤怒，却毫无意义。

我虽然是怀疑论者，但不是犬儒主义者，如果谴责期货交易，则我有虚伪之嫌。虽然期货投机可能真的毫无意义，但是如果没有它，则世界必然会变得更沉闷——而且可能更不安全。

戈巴契夫(Gorbachev)当权之前，我曾经前往苏联访问。我非常贸然地随身携带了一册第一版的“稳操胜算”(Winner Take All)。虽然现在看起来十分可笑，但在不足十年前，苏联当局对反动资料的流人相当敏感，如果他们猜到其中的内容，我的书一定会被没收，作者也可能非常不光彩地被踢出其国门。

“普希金，嗯”，面貌严肃的海关同志说，他从我仔细安排的那堆苏联古典名著中拿起了第一本书。

“托尔斯泰，嗯”，他继续往下检查，逐渐进入了纯粹的宣传作品。

“列宁，嗯，万岁”，他说，但语调不含任何热忱。只是运气好，遇到了一位谄媚的同情者罢了。他由列宁严厉的眼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

神中抬起头来。

“没有，‘花花公子’？”他说。

“没有‘花花公子’”我回答。

他的脸部表情松垮下来。

为了确保无疑，“共产主义万岁”我说。

他不满地喃喃自语，在文件上盖上戳记让我通过。

“稳操胜算”顺利过关。在莫斯科资讯缺乏的异议份子圈内，我成为人们好奇注意的对象。五年之后，共产主义瓦解，第一个略具雏型的商品交品所在前苏联设立起来。现在，你可能认为，这只是巧合，但我有另外一种理论……

超载

1987 年的 10 月 19 曰，道琼工业股价指数在一天之内崩跌了 500 多点，约为其总市值的 20%。史坦普(S&p)股价期货指数也出现类似的跌幅。此事件成为全球的头条新闻。期货交易员从来没有见过类似的事件。合约购买者以难以置信的心情，茫然地注视着其帐户净值变成了可怕的赤字。放空者也因为令人汗颜的财富突然浮现在其眼前而不知所措。没有人真正明白发生了什么事。

没有错，在大崩盘的前几天，市场跌势已经相当严重，但是没有征兆显示这次的下跌会演变成一场大屠杀。从某些角度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言，大屠杀之后所发生的事则更不寻常。市场展开一段长期而稳定的复苏，并且在两年内回复到历史高点。从目前回顾过去，空头市场结果成为为期一周的创伤。它非常神秘地降临，又非常神秘地离开。

当扩大机的讯号透过麦克风再传回同一个扩大机，该声音迅速累积成令人难以忍受的尖锐声。这称为正回馈。在一艘满载的渡轮上，相当数量的旅客移往渡轮的某一边，他们会促使渡轮向该边倾斜，由于地心引力，这种倾斜会造成其他旅客也偏向比较低的一边，因此会使倾斜度增加。如果倾斜度愈来愈严重，就会有更多的旅客违反自己的意愿被迫加入群众；如果船只设计不良、品质不佳、过度超载，则它会翻覆。

欧洲股票市场的交易比北美洲市场开盘约早几个小时。在股票大崩盘的当天上午，欧洲的交易员对华尔街前一天的表现并不满意。甚至在纽约开盘之前，他们已经大幅压低了欧洲的股价指数。纽约的交易员并不喜欢欧洲所发生的情况，也不满意前一个礼拜的下挫。华尔街开盘之后，市场即出现庞大卖压，劲道也不断加强。收盘时，股价指数计算出来之后，一般的股票持有人发现，他们的持股价值较二十四小时之前减少 20%。这种跳蛙现象——从某个时区传来的坏消息会导致另一个时区相同的情绪——非常普遍。通常而言，跳蛙效应的非逻辑性明白地呈现时，不均衡会疾速地自我修正。在本案例中则非如此。它未曾如此的理由之一是，这很可能和正回馈所导致市场不稳定的不断增强有关(growing instability of markets due to positive feedback)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当政府公布某项备受注目的统计数字——例如失业率——你可以将电视频道转到播放财经新闻的网路。债券交易员对这个数据特别感兴趣，公布时间是在债券期货刚开盘交易之后不久。通常而言，新闻主播会邀请一位经纪公司的代表到播放室，做即时的分析。

高薪的分析师尝试利用失业率数据来探索期货的走势，整个情况夹杂着些许喜剧效果。但如果你能够忍受这种讽刺的闹剧，就勉强倾听吧。商品经纪商会透过一面屏幕收看这个节目，同时透过另一个屏幕研究从交易所传来的即时报价。技术分析师则会紧盯着他们的图形，以便判断任何图形的关键价位是否遭到突破。失业人士——受关注的对象——则应该还在沉睡，收看老掉牙的电影，或填写下个礼拜的失业救济书。播放室中则如此地进行：

主播：(对观众)好啊，朋友们，数字出来了。上个月的失业率为 7.3%，稍高于大多数分析师的预期。债券市场对此项数字的反应稍后将呈现在屏幕的一角。

这就是了......，你们可以看到最具代表性 30 年期公债的变化，在失业数字公布之前，它下跌了 16/32，突然地反转攀升......事实上，它目前已经上涨了 12/32。在接下来的十分钟，我们将在屏幕上继续追踪此价位。

主播：(对专业评论员)你认为市场对就业数字的反应如何？

专评员：债券交易员显然喜欢这项数字。长期债券向上攀升，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是它对经济衰退消息的一贯反应。然而，我质疑我们目前所观数字的经济意义。

主播：你的意思是什么？

专评员：这项数字是根据本月第三周所做的普查而计算出来的。你是否记得上个月所发生的大风雪？很多人因此暂时失业。我认为该数字即反应了这件事。

主播：你认为它们高估了，是否如此？

专评员：我只认为我们在解释该数字时，应该稍微谨慎一点。

同时，债券市场持续走高，突破先前的“压力”价位，促使图形分析师纷纷加入多头阵营，触发了空方的停损单。

主播：债券交易员似乎真的相信该数字。

专评员：暂时如此。

主播：你不认为这波涨势可以持续。今天早晨的新闻平息了对通货膨胀恐惧，不是吗？

专评员：是，也不是。

主播：这是什么意思？

专评员：即使接受官方的数字，我仍然不认为，失业人口的增加对长期利率有必然的正面影响。

主播：是否能够稍做解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专评员：这会增加克林顿政府的景气刺激方案在国会通过的可能性。

主播：这意味着通货膨胀会随时出现？

一度大幅上扬的债券开始下挫，几乎回到原来的价位。

专评员：可能是。

主播：嗯，债券市场看起来显然同意你的看法。现在我看到它几乎回到原价位......好的，现在让我看看我是否正确地了解了你的意思。你认为失业人口的增加，通常被视为债券的一项利多，事实上可能是不利的？

专评员：可能如此。

主播：另一方面，你并不相信失业数字是必然正确的。

专评员：也可能如此。

主播：所以该数字的效果可以是有利的或不利的，而取决于......

专评员：取决于政客如何看待它。

主播：就这方面而言，你的猜测如何？

专评员：我不愿意在这方面多做猜测。你知道，我是经济学家，而不是政客。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主播:（对观众）好啊，朋友们，就这样了。我要感谢我们今天早上的贵宾，以及他就失业数字所做的精辟分析，如同你从屏幕所看见的，债券市场最初开低，然后因为令人失望就业数字而走高，现在又回到原价位。现在看看外汇期货与欧洲股票市场的表现。

有些统计数字——例如销售与消费者物价指数——是交易员所应该知道的重要基本面数据。就业趋势也很重要。就单一数据所做的匆促分析可能有误导的作用，某些数据非常值的做更深层的研究。现在我们必须观察债券市场对某些不明确的普查结果所出现的反应，例如采购经理人情绪指数，这是一项极为不可靠的数据，而且经常出现大幅波动与修正。在我们观察了这项反应之后，会有更多的专家来分析反应所可能导致的反应。

毫无疑问地，目前可供交易员运用的资讯数量较十年前更多。现在各种新奇的器材可以使交易员即时掌握所有交易所的新报价。个人电脑可以根据即时资料计算与制图。而其图形能够以任何时间单位或架构加以显示。最新的工具可以呈现价差交易、移动平均、振荡指标与各种指数，而且画面具有高解析度，能够以多种颜色组合陈列。在整个交易日，交易员可以持续收听财经新闻——而且只要他有足够的精力，他也可以一天交易二十四小时。

这种媒体的改革是否提升了一般交易员的成功机率呢？一点也没有。事实上刚好相反。短期价格行为变得愈来愈不规则——这一点也不令人讶异。市场中所增加的短期波动与交易员所承受的资讯超载，两者之间完全一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是否意味市场愈来愈难预测？是的，因为交易员任由媒体发表一切神经过敏的反应摆布。不是，因为交易员能够适应这种新的现实。如果你与市场紧密地结合在一起，观察市场上的每一个价格跳动，并且根据所观察的现象做成决策，则你会受到一群最没有思考能力的人的随机行为所影响。你会忘记什么是重要的，什么是不重要的。你会抢搭每一班列车，发生些许的状况，你便弃船逃生。

所有这些高科技的新工具本来是为了提升你与市场的密切接触，却恰巧违反了你的最佳利益。它们非常昂贵、非常耗时间，而且不利于交易。如果你还没有用到它们，则最好不要装配。如果已经拥有它们，则应该加以摆脱，你可以因此而节省一大笔钱，甚至可以避免愚蠢的交易（foolish trades avoided)。

你所需要的工具只不过是笔与纸——以及一具电话机，以便偶尔与经纪人联络。你也需要一个明晰的心智，以便充分发挥想像力。交易的成功关键在于学习信赖自己。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

交易圈

商品交易的客户

几年前，我因为在市场上的交易颇具规模，因而自己经营了一家小型的商品经纪公司。我雇用了一位聪明伶俐的女孩，她才刚取得交易执照，当我不在办公室的时候，可以帮我打理一切。她介绍了几个小额的帐户到公司，对他们照顾得相当周到。1978年秋天，我离城出差几个礼拜。我指示丽莎，唯有重大紧急事件发生时，再打电话与我联络，不需要向我报告市场的涨跌。

两个礼拜之后，我回到公司，丽莎表现得异常沉默。市场行情则一点也不平静；黄金在几个交易日之内，从 250 美元挫跌到 200 美元。我们并没有涉足黄金交易，所以黄金的下跌仅激起了研究上的兴趣——我认为如此。随后我检视各个交易帐户的部位；其中之一出现了 25,000 美元的赤字，而且还持有五张未平仓的黄金合约——这是在几天前买进的。我并不认识这位交易员。

“谁是法兰克？”我问道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我的朋友”，丽莎迟疑地说道。

“为什么他持有 500 英两的黄金，而帐户上出现了 25,000 美元的赤字呢?”

“我们无法脱身”，她低声地说。

我查阅图形，这次的挫跌相当陡峭，其间并无跳空缺口。他们随时都可以出场。丽莎了解我在想什么。

“我的意思是……我们无法下定决心这么做。一切发生得太快了。我无法递出卖单。我非常确信(sure)市场会反弹回升”。

我几乎难以置信地凝视着她。

“不会有问题的”，她坚持地说道。“法兰克今天早晨会来见你。他会把事情弄清楚”。

下午时分，法兰克默默地来到办公室。他的领带沾着蛋渍，呼吸带着酒味。

“我们在上个礼拜似乎闯了小祸”，他说。

“我们？谁是我们？”我心情沉重地说。

“我们”，法兰克说道。“你和我。你是比尔，对不对?”

我点点头，凝视着他领带上的蛋渍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“没有问题”法兰克说。“我有解决的办法”。

“我很高兴听到你这么说”，我说道。“你让我担心了一阵子”。

我等法兰克开出一张支票来弥补赤字。但他并没有拿出支票，反而从椅子上站起来，跪倒在我面前。

“我实在很抱歉，比尔”，他继续说。

“法兰克”，我说，“你没有必要这么做，开出一张支票就可以了”。

法兰克并没有考虑要开支票。

“我希望你跪在我旁边”，他说。

我盯着跪在地上的这个人。丽莎用手帕掩着脸站在门边。

“比尔，难道你不了解吗？”法兰克带着祝福式的笑容说。“现在只有一个解决方法，我们必须向耶稣基督祷告”。

我拿起电话，拨到交易所。

“卖出五口十二月份的黄金……”。

“不要”，法兰克喊叫着，人仍跪在地上。

“……以市价卖出”。

大约一年之后，我又见到法兰克。他坐在他前院草坪的椅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子上. 四周围绕着家具与种种杂物。我刚刚从持有其房屋抵押权的信托公司离开。为了保障所有权状，我被迫要帮他缴付两年的房屋贷款以及滞纳罚款。法兰克现在已经让我付出了 35,000 美元(最后的金额势必更高)。

那一天非常冷，法兰克缩在一件毛毯里，拿着残破的马克杯，吸吮着热茶。我怀疑这场情景是为了摄影而特别布置的，而明天的画报将可以看到这么一个标题“冷酷的经纪人驱逐了上帝遗忘的子民”。

“我想你应该满意了”，法兰克揽着我说。

“是的，法兰克”，我回答“我最喜欢做的事莫过于帮别人缴付滞纳罚款”。

“你应该知道，这全是你的错”。

“你如何得到这一个结论？法兰克”。

“你没有得到我的许可便清算了我的部位”。

这是实情，我是这么做了。

“我也是为了你的缘故，而寄了一张 25,000 美元的支票给商品交易所”我说。

法兰克向我挥舞着报纸，并且开始咒骂。他所用的部分字眼并不属于主日学的用语。

“我应该拥有 25 万美元的资产了，你这个混帐”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你知道吗？这是正确的。黄金价格刚刚创下历史新高价位，每英两超过 700 美元。不久之后，我离开了经纪业，再也没有见过法兰克。

商品交易经纪商

街上的交谈：

“一百位商品经纪商葬身海底，你认为如何？”

“绝佳的起点”。

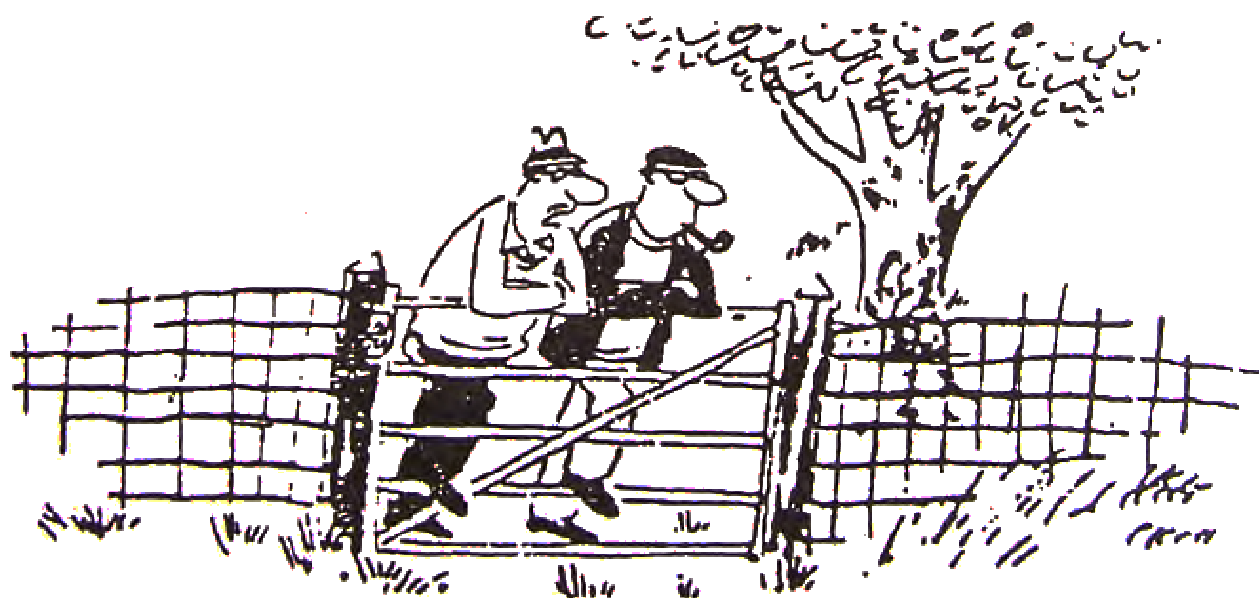
在客户的心目中，商品经纪商只比强盗或怠忽职守的律师稍微好一点。这种看法有点不公平，不过只是一点点而已。与一位商品经纪人交谈，你很可能要付出代价。人们有时候要我推荐优秀的商品经纪人。他们心目中的理想对象，当然是一位可以教导他们如何击败市场的人。事实上，真正知道如何击败市场的人，绝对不会推销他的专业知识。只有那些不能击败市场的人，他们才会对你的金钱产生兴趣。

不投机的一般大众是否认为股票与商品经纪人，是一群深知交易奥秘的专业精英分子？如果是，这种看法完全是错误，因为经纪人与一般大众一样，处于无知的黑暗之中——可能更无知。很多经纪人有良心，但少有人具有想像力，甚至更有一大群完全无知的经纪人。你所接到的推销电话可能来自于后面这群人。他——有时候是她——可能会提出白银即将上涨的好理由。这是一段深受喜爱的开发说辞，虽然白银在历史经十年的空头市场之后，这种可能性已经愈来愈渺茫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你不能认为，遵从商品经纪人的建议便能够在市场上获得成功。想想看经纪人的所作所为。每天从早上 8:30 到下午 4:15 为止，经纪人坐在电视屏幕前，紧盯着由交易所所传来的永无止尽的报价。对于那些在财务上受到该结果所影响的人而言，这些数据令人沉迷与执着，对于任何胆敢注视它们的人而言，它们具备足够的催眠力以压抑理性的思考过程。

在注视这些闪烁的数据时，经纪人将不断地接到客户打进来的电话，要求将近 50 种交易市场的最新报价。另外、客户通常都持有部位——大多数是亏损的部位(这是统计上的事实)，而且完全不确定随后所应该采取的步骤。如同你所能想像的，经纪人与客户之间的交谈总是漫无目标，翻来覆去，毫无结论，有时候甚至相互指责。



「你知道嗎？或許我們是唯一眞正見過牛群的商品經紀人。」

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商品经纪人不拉业务时，其功能只不过是一具会说话的报价机。他偶尔必须将客户的委托单转递到正确的交易所。他必须精确地从事这项功能，因为客户随时会扼住他的脖子，要求他对任何的疏忽负责赔偿。有些经纪人是天生的推销员，他们可以轻松地推销家电用品或二手车。有些则只不过是失败的交易员，他们找到与“行动”保持接触的藉口。商品交易非常容易上瘾，甚至有若干必须透过拉扯尖叫的拼斗，才能将人拖离战场的案例。很多经纪人在财务上十分成功，却很少有人——如果有的话——是因为交易而致富。许多经纪人度着仅能糊口的生活。

成为经纪人的一项诱因是不需要太多的技巧、训练与经验。有几项正式的考试必须通过，但没有人认为它们可以测验出人类最基本的智商。很多推销员不假装他们本身具有市场专业知识；他们依赖别人，他们利用公司的研究部门或他们所认识的某位“炙手可热”交易员的技巧来管理帐户。但是就原则而言，商品经纪人会推荐自己。他可能伪造交易记录，夸耀自己如何买低卖高——这正是你努力却办不到的目标。夸张是其对外工作的核心，因为经纪人需要一群稳定而有所求的客户来维持其业务。

询问你的经纪人，他是否亲自从事交易并且赚钱，答案必然是肯定的。他回答时，会避开你的眼神而紧盯着萤幕，但他的回答必然肯定。他几乎没有办法做出否定的答案。所以，宽容地对待你的经纪人。不要无谓地令他感觉不自在。为什么要提出已经知道答案的问题呢？对于经纪人所要求的条件是精确、诚实，当你有需要，他愿意提供资讯。别忘了，经纪人的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生活。他每天与机器为伍，像一只盘旋在灯泡周围的飞蛾，倾听着自恋式的吹嘘，埋怨与诉讼的威胁。

想想这点，如果经纪人能够告诉你任何有真正(really)价值的事，他就几乎不可能身居此职位，从事目前的工作。永远不可以听从经纪人的劝告。信赖自己。

艾略特波浪与费伯纳西鬼魂

非常自然地，经纪商宣称他们是专家。但是认为挑选了一家好的商品经纪商，就会实质提升你的胜算，这是错误的想法。交易员不会和经纪公司交谈；他会和推销员或经纪人交谈，这些人也不一定会遵从于其所服务公司的特定建议。公司内部的意见可能与不同公司之间的意见分歧。

推销员对经纪公司的忠诚度是十分罕见的。经纪人是高流动率的一群人，他们不断在敌对的公司中搜寻最高的佣金。他们变换其所服务的公司时，通常会把客户带走。非常令人讶异地，虽然经纪人与客户之间常常相互指责，经纪人与客户之间的关系却要比公司与客户之间的关系稳固得多，这暗示经纪人可能非常擅长告诉客户所想听的话，或至少能够给予客户身为交易员所需要的心理支持。

为了了解商品经纪人如何建构其推销术，不妨考虑一下有执照的经纪人可能接受的训练。所有领有执照的经纪人必须通过一项考试。该项考试的学习教材称为《期货交易课程与手册》(Futures Trading Course and Handbook)。它是由“期货业协会”(Futures Industry Association Incorporated)所发行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。容我逐字引用该教材第十课的内容:“高级技术分析—艾略特波浪理论”

艾略特发现，所有自然现象都有循环的特性，因此他准备探索这种循环是否存在于市场的价格行为。经过数年的研究，他达成结论，认为价格呈现波浪的走势，这些波浪具有可辨认的特质，并可运用在价格的预测......

......艾略特也讨论了所谓的费伯纳西数字，它是以十三世纪的一位意大利数学家命名。费伯纳西数列是无穷的，每项数字均为其前两项数字的和:

0， 1， 1， 2，3，5，8，13，21......

......虽然这只是费伯纳西为学生设计的练习，这项费伯纳西关系式却引起统计学家——包括商品市场技术分析师——的密切注意。艾略特认为，多头与空头市场的主要、中型与小型走势的数字都是费伯纳西数字。某些技术分析师依据费伯纳西数字而设计出完整的交易方法。

这段文字直接引用自该学习教材，它不加批判地将艾略特理论视为市场交易的合理方法。艾略特波浪理论与费伯纳西数列受到专业统计学者信赖的程度，可以媲美占星学家对国家气象局的影响力。不过他们的确拥有一群忠实的追随者[一本名为《艾略特波浪理论家》(The Elliot Wave Theorist)的杂志可以提供信奉者这方面的哲学]。

长久以来，艾略特的“波浪”与费伯纳西的“数字”便是非正统交易员的最爱。这种奥妙的阐释与神秘的论调吸引了某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些的商品交易员的心理。阅读考试教材之后，我一直等待来自各方的批评与指责，却徒劳无功。各位必须以严肃的态度对待艾略特与费伯纳西。否则你将无法取得经纪人的执照！

探索艾略特波浪理论并无意义，因为它根本不是一套理论，而只是对涵盖一系列高峰与谷底之价格图形的一种平庸的观察报告。根据所采用的时间架构，图形中可以呈现出你所能想像任何数目的高峰与谷底。艾略特认为，多头市场是由五个高峰构成，又为五个谷底所分隔。问题是，没有任何两个人会一致同意高峰与谷底的构成条件，所以有多少图形分析师便有多少不同的解释。

艾略特观察报告的重点在于，所有自然现象都有循环的特性。但这只不过是对明显现象的一项陈述；对于观察到明显现象的人，市场并不会因此而施以报酬。我们都知道，加洲会出现另一次地震，但我们不知道是什么时候。如果自然现象——以及其所延伸的商品价格——具有周期性，则应该能够以某种精确度加以预测。因此，我们再也无法利用它来获利。因为每个人都事先知道答案了。

事实上，艾略特最大的优势是他已经过逝，因此而无法接受若干根本问题的质询。艾略特曾经是股票经纪人，而且不怎么有成就。为了扭转欠佳的机运，他企图将费伯纳西数列结合在其推销的业务。他的声誉完全是在死后才赢得的，因为我们知道他于 1946 年身无分文地死在一家位于纽泽西的疯人院。凭心而论，这则故事可能是由某位不满的信奉者所虚构，他被承诺了周期性，却只得着循环。艾略特理论当今最著名的化身是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗伯·波克特(Robert Prechter)，他是《艾略特波浪理论家》的发行人。波克特大约成名于十年前，曾经对股票市场提出几次重要而精确的预测。这几年以来，其光芒逐渐黯淡——由于他在 1987 年股市崩盘期间的错误判析。

那么费伯纳西又如何？这位中世纪的数学家一定会对他在二十世纪商品界所施展的影响力而感到讶异。他的数学数列是根据兔子近亲交配的型态而建构的。让我们看看，如果你以一只雄兔与一只雌兔为起点，然后你以第一只雌性的小兔子再......算了，我们最好不要再深入了。

甘氏的功业

当我们了解供需的神圣法则，而且知道如何运用这些满足我们所有欲望的普遍法则，我们更可以免于恐惧与忧虑。因此......寻求真理，神圣的法则，......发掘它并因此而得到自由。

——甘氏(W.D.Gann)

除了艾略特与费伯纳西，在商品名誉榜上享有一席地位的便是这位传奇人物甘氏，他遗留给我们的理论包括：甘氏角、甘氏循环、甘氏扇、甘氏数字与甘氏线一这一组相互矛盾的几何理论公认可以适用于所有的价格图形。甘氏同时以其市场答问集而著名一二十条模糊而自明的警告，多半是关于资金管理的内容。

类似像“甘氏角公司”(Gann Angles Incorporated)的顾问公司为甘氏崇拜者一其信徒的总称一的永恒利益而发行各种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资料。甘氏理论所以能满足人们的需求，可能是因为他企图利用几何学来预测价格。甘氏在其图谱中涵盖了非常多的线条，非常多的规则可供多方面的阐释，因此无论在当时或目前，都没有人有希望加以反驳或确认其观点。然而，在其混乱的理论中仍存有一些宝藏，而由其当今的仰慕者法兰克·陶杰（Frank. A. Taucher）在《1990年超级交易员年鉴》（Tte 1990 Supertrader's Almanac）一书予以说明。陶杰利用史坦普（S&p）指数周线图，说明了一项深受甘氏喜爱的理论。我曾经见过甘氏崇拜者将此图形利用在别地方，它所以能够如此普及，是因为它奇怪的几何形式——类似峭壁的大幅下跌，随后由该峭壁底部稳步地向上攀升。犹如所有展示甘氏理论功能的图形，最佳的起点是支持该理论的奇怪图形。以下是陶杰对甘氏理论的解释：

甘氏的几何角度线是根据某些特定的角度，而由头部或底部所绘成的趋势线，它们代表了价格与时间之间的关系。甘氏最重要的理论之一是，价格与时间遭遇时，则随时会变盘。代表时间与价格的角度是45度角。

在上升趋势中，这条线是从市场低点向右上方绘制。在下降趋势中，线条则从市场高点向右下方绘制。在此线上方，一单位的价格等于一单位的时间（one unit price equals to one unit time）。当价格贯穿此线，通常是主要趋势反转的征兆。

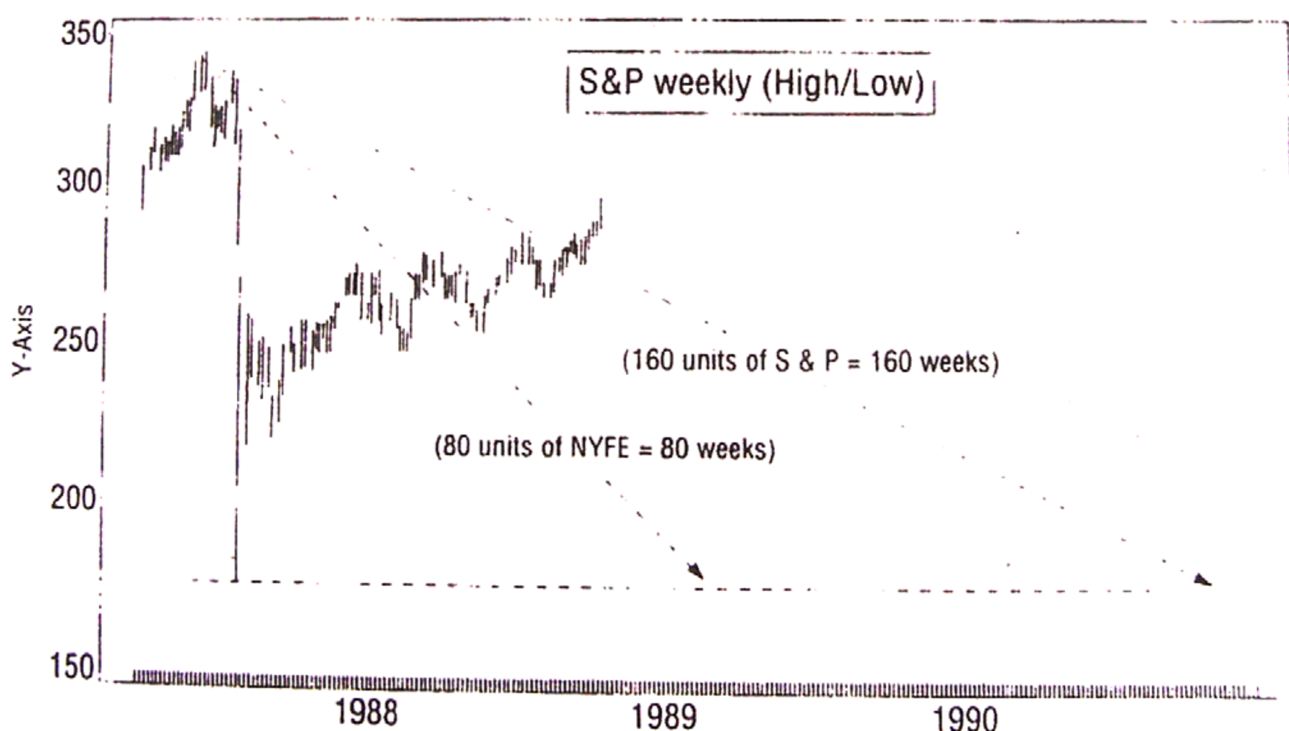
你可能会问：一单位的价格如何会等于一单位的时间？价格是以元或分来表示；时间要以什么单位来表示呢？天数、周数、或月数？甘氏并没有看见此等式在逻辑上的荒谬。时间可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是他想要的任何单位，如果每镑的价格不能符合他的角度，为什么不能改变成每公斤的价格呢？陶杰(在甘氏的默许下)希望在史坦普图形上绘制一条线——根据价格与时间相等的定义——从图形中的高点向右下方延伸(图 2-1)。一旦价格向上穿越此线，则应该有重要的事即将发生。让我们看看他如何建构此线：

图 2-1 甘氏的矛盾

改变 Y 轴的座标，任何价格的单位可以相等于任何的时间单位。同一组资料会因此而产生各种相互矛盾的解释，似乎很少有技术分析师察觉这一点。



史坦普期货市场的跌幅为 342.35 — 181.00=161.35，所以这条线和从市场低点向右延伸的线，其未来的交叉点应该是 161 周。(上述文句曾经加以整理，使陶杰的论点更为清晰)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在我们知道了。神圣的供需法则终于揭露：史坦普指数的一点相当于时间上的一周。但是史坦普指数的一点究竟有何神圣之处？丝毫没有神圣之处。该数字完全取决于测量上的任何长度。

比方说，如果将价格的神圣法则运用在纽约期货交易所指数(NYFE)——该股价指数约为史坦普指数规模的一半——则甘氏角必须交会于水平轴的 80 周处(史坦普指数下跌 160 点相当于纽约期货交易所指数下跌 80 点)。这是一条完全不同的线。但是应该给予相同的解释。采用史坦普图形的甘氏崇拜者与采用纽约期货交易所图形的甘氏崇拜者，其买进讯号将发生在完全不同的时间，即使他们采用完全相同的图形(even though they could be looking at identical charts!)。

某个图形出现讯号，另一个相同的图形却无讯号，这种荒谬性——纯粹是因为测量尺度 (purely as result of scaling) ——没有受到众多技术分析人士的注意，在这些人当中，墨菲(Joho. J. Murphy) 所著的《期货市场技术分析》(Technical Analysis of the Futures Markets)则被视为技术分析的圣经。根据墨菲的看法：

给合价格与时间（甘氏）理论中许多论点的基础。甘氏认为两者之间具有明确的比例关系。他寻找头部与底部的方法之一，便是根据价格与时间的同一性(the squaring of price and time)——亦即，一单位的价格等于一单位的时间。比方说甘氏会选择市场的明显高点，而将价格数值转换为时间单位(天、周、月或年)，然后向前推算期间。这个期间到达时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格与时间若一致，市场的变化则将出现。举例说，如果市场的明显高点为 100 美元，甘氏会向前推算 100 天、周、月或年。这些未来的时间则被视为可能的转折点。

好啊！让我们来看看。黄金在 1980 年创下每英两 900 美元的高峰价格。900 天之后价格走低，但没有出现主要的变化——这是我们所知道的。下一个里程碑则是 900 周之后的 1998 年。是否有人在意 900 个月或 900 年之后的事呢？当然，如果我们将价格以“克”（grams）来表示，则我们或许可以期待明年便会出现反转。

我相信许多读者会感到讶异——如同我一般——像墨菲这种地位的分析师，竟然会毫不加以批判地转述此荒谬之论。或许我们不应该感到讶异。依据我们所了解，图形分析者几乎会相信任何事（aoything）。这是好消息。在商品市场中企图攫取你金钱的众人，有许多是属于某种形式的技术分析人士。在这些人当中，愈多人相信“价格与时间的同一性”愈好。

如同费伯纳西数字的排列一样，有关甘氏事迹的许多故事也广为流传。亚历克斯·艾德（Alex Elder）博士在其《为生活而交易》（Trading for a Living）一书中写道：

很多投机分子销售“甘氏课程”与“甘氏软体”。他们宣称甘氏是有史以来最棒的交易员之一，死后遗留了 5000 万美元的资产。我曾经访问甘氏的儿子，他是波士顿银行的分析师。他告诉我，声名赫赫的父亲无法籍着交易来养家，而是依靠撰述与推销训练课程维生。甘氏逝世于 1950 年代，包括房子在内的资产总值约略高于 10 万美元。甘氏的传奇故事，交易界的巨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人之所以会永垂不朽，是因为那些推销课程与周边设备给容易受骗客户的人的推波助澜所致。

根据陶杰的看法，甘氏在交易市场中赚进 5400 万美元。但我相信艾德的数据比较切合实际。事实上，1950 年代的 10 万美元并不是任何人可以小觑的数目。某些人甚至认为这是一小笔财富。我知道有两个稳当的方法，可以在商品市场中以一小笔财富作为结束。第一个方法是说服大众说，你是从交易中赚了一大笔财富。因此人们会支付任何代价换取你的秘诀。第二个方法则比较寻常，你可以用一大笔财富做为起点，而以一小笔财富做为结束。

如果读者希望进一步了解甘氏的智慧，则可以联络“肯萨斯交易所”(Kansas Cily Board of Trade)，它可以提供一个有用的分度器称为“机会角”(Opportunity Angles)。其售价为 3.95 美元，专门设计用来协助你绘制甘氏角线。听起来这似乎是一笔好交易。

预言家与获利客

交易的机能非常单纯。你只需要提出自己一些资产——以及一些现金——的证明。任何一家经纪公司都乐于为你开户，并为你执行委托单。虽然你可能对自己处理交易感到相当满意，但你将发现，很多自诩为专家的人希望帮你管理资金。

有一位我深为尊敬其判断力的交易界朋友，他警告我不要讨论有关推销员的题目，因为他认为我可能会遇到一些“心眼小而报复心强”的人。他认为，愚蠢的人没有能力自我保护，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何人如果看不透推销员便应该受到惩罚。我没有被他说服。没有错，有经验而明智的投资人不太可能受骗，但本书的对象是一般读者。所以，我认为，挥舞着红旗并没有坏处，因为推销员可能蒙骗单纯的好奇者，并迎合顽固的老实人。

推销员的建议能以各种形式出现，其代价则总是非常昂贵。它可能是一本用途有限而价格荒唐的书籍；它可能是一套交易系统（trading system），其购买者必须按照一组规则做机械式的操作；它可能是一套个人电脑软体，它根据某个“神奇的”公式来设计。为了使你相信他们所拥有的产品是维系你生存所不可或缺者，推销员可能会要求你发誓不可以泄露其机密，如果你将其细节泄露给第三者，他们威胁要对你采取法律行动。

推销员有一个共同点。为了某种理由，他们发现在市场上推销产品要比他们自己运用该产品更具获利性。一般大众容易受骗，因此有一个明显的问题：“如果你（you're）这么精明，为什么你需要我（my）的钱呢？”，始终没有人提出，直到太迟为止。毫无疑问地，只要占星学家与命理学家的市场存在，商品顾问的市场也会存在。

为了吸引你的注意，推销员总是会就其推销的产品提出荒谬的主张。这种荒谬的主张——如非蓄意的欺骗——系根据选择性的历史加以解释。正常情况下，我们批评某个不健全的概念时，可以透过揭露其内在所蕴涵的谬误来推翻它。然而，商品交易并不是正常的研究领域。为了孕育独特的幻觉，所谓的“理论”就必须保持神秘，而订购者只能以诚信的态度接受其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所陈述的绩效，几乎所有的推销员——尤其是刊登大量广告的人——暗示，交易员如果遵循其建议，便能够在极低或无风险的状况下，从交易中获取巨额的利润。我所谓的巨额(huge)利润绝不少于每年 100%。随后，我将说明这种报酬为何不可能在一贯的基础上达成。

推销员究竟是过于狂妄，或是藉夸耀其重要性而希望博得认同的老实人，这并不重要。任何扮演大众预言家的人都应该受到些许监督。所以让我们看看那些在市面上销售的东西究竟是什么？是由谁来销售？说不定我们可以意外地发现一颗智慧之珠。谁知道呢？

多数的商品推销系奠基于某种“交易系统”的发现，这通常是“多年苦心研究”之所得。发明交易系统的人大多以电脑为导向，而且是有投机倾向的人。他们利用资料库中交投热衷之期货的历史价格资料，不断拼凑这些数据，直到他们发现能产生巨额利润的交易规则为止。问题是：任何历史价格数列所显示的，是过去各个不同时间所展现的一致性，以及未来改变成目前时，其一致性会如何变化。事实上，套用于价格数列时，我们可以非常轻易地找出深具获利潜力的决策法则，并因此做出错误的结论，认为该法则具有预测的价值。我自己也曾经多次耍玩这些历史价格资料，企图去发掘可预测的型态，有许多次，我认为自己已经发现某些类似于甘氏神圣法则的东西，但是当未来的发展非常不像(unlike)过去，我便从高空直线坠落到现实的地面。感谢老天爷，这些令人讶异的“发现”都不曾付梓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样的说法则不适用于威勒斯·韦尔达(J.Welles Wilder)与赖利·威廉斯(Larry Williams)，他们两位是投资顾问界曝光率极高，而且享有盛名的人。“稳操胜算”第一版于1983年发行时，我曾经以比较平实的文句评论他们所倡导的观念，以及他们所宣示的成就。但没有太多人注意到我所说的话。那个时候以来，韦尔达与威廉斯持续沐浴在一片兴旺声中，每隔一年便发现“终极的秘密”，不断地愚弄易受骗的交易大众。本书目前的看法大抵遵循1983年原书的内容。这些内容十分经得起岁月的考验，我认为它们目前仍然正确，犹如十年前。

这种“令人讶异的真理投射到不具批判性的心灵时”，先知便诞生了，有时候还会再生。比方说，在韦尔达所著的《技术交易的新观念》(New Concepts in Technical Trading)一书中，这位执着的图形阐释者自认为是传福音的人。他的发现似乎有了历史的先例：“艾塞克·牛顿爵士(Sir Isaac Newton)并不是第一位将时间与空间建构出一般性概念的人，但他是第一位利用严格的数学方法来界定这些概念的人”。

回到现实吧!韦尔达。牛顿则不然。你在时空中所发现的，是如何预测去年的黄豆价格。非常不幸地，我们无法交易去年的黄豆。韦尔达推销了两套极为昂贵的交易指导手册，它们是根据极为平凡的观察所做成的：价格数列明显的(apparent)非随机性。像韦尔达这类人的最大问题在于，他们不停地思考隐藏在所有(all)商品价格变动背后实质的“自然过程的不可预测性”(unpredictability of natural process)。否则，他们就会理解价格走势不能够由本身(itself)来解释，而且今天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价格与昨天或上礼拜的价格之间，并无必然的关联。只要有充分的转圆空间要玩这些数据（而韦尔达要求很多），过去的资料便永远能加以安排，使其表面上看起来（appear）有决定性，有些发现；有些神经。

进入市場一阵子之后，你就会碰上韦尔达的产品，或韦尔达的广告。后者是设计上的杰作，它结合了联邦调查局通辑名单的图画效果与国家征询局的排版特色。我并没有说，如果你买了他的系统（因为他正在卖一套系统），你就会输掉你的衬衫，但是我认为，你也不会因此而获益。同时，你会觉得无聊得发慌。此外，你将因此而面对永无休止的修正，原版的更新、讲习会的邀请、说明会、电脑推销，以及他所想要推销的任何东西。如同所有的系统专家，韦尔达处在永久“探索”的模式中，只要未来的结果一点也不像过去——这种情况时常出现——他就必须再创新发现。

韦尔达虽然不是第一位发现这种赚钱方法的人，但他却是最杰出的人之一。他出版的倒数第二本书——非常不幸地命名为《终极交易系统》(The Ultimate Trading System)——售价为每本 1,000 美元。最近的著作《技术交易系统中的新观念》（New Concepts in Technical Trading System）则只卖 65 美元。可能是通货紧缩时代即将来临的缘故吧！

在商品喜剧圈内，另一位杰出的推销者是赖利.威廉斯(教授)，他在 1974 年先出版《去年我如何在商品交易赚进一百万美元》(How I Made a Million Dollars Trading Commodities Last Year)。我们不了解他此后的商品交易情况如何，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 70 年代末期，威廉斯活跃于各种交易讲习会，并且大量促销其有关商品著作。他目前的兴趣似乎在推销，而不在于从事交易。

韦尔达对机率理论做了些让步，威廉斯则不同，他的看法非常明确：事件会年复一年地重覆出现，而且具有明确的模式可供利用。在他的作品中，威廉斯非常率直地写道：“我相信人能够以惊人的精确度预测市场……利用月亮！我曾经不停地观察，有几种商品以正确无误的精确度反应新月的卖出讯号，与满月的买进讯号”。

威廉斯是魔术铜板并发症的受害者——或他的读者是受害者。你准备寻找一枚有魔力的铜板，它会不断地出现正面，而不会出现反面。假设你以 50 枚铜板做为起点而投掷它们，然後舍弃出现反面的铜板。随後你再投掷剩余的铜板，然後再舍弃出现反面的铜板。最後，你只会剩下一、二枚铜板，它们会始终出现正面。所有证据都显示，这些特殊的铜板有出现正面的倾向。既然它们在过去都不曾失败；它们在未来为什么会失败呢？它们是十拿九稳的。

既然如此，以区区 50 美元（实际价值约为 300 美元到 500 美元）的代价，赖利.威廉斯提供了依据《商品交易必胜术》(Sure Thing Commodity Trading）而铸造的魔术铜板。他告诉我们，这是耗资 10 万美元所研究出来的必胜之物。可以确定的事是，生意必然兴隆。在其所宣称 687,492 美元的获利下(并未说明期间与交易次数)，很多人难以抗拒这股诱惑；

虽然是必胜之物，但威廉斯并不因此而感到满意。他也推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出一套称为“打击者”的系统，该系统“如此复杂，所以无法传授，而必须安装在电脑里”。根据威廉斯的说法，这是一套你绝对必须拥有的系统，因为它使所有的其他系统都变的陈旧(应该也包含在《(商品交易必胜术》)。这些“教授”告诉我们，他将竞选美国蒙他拿洲的参议员。因此必须退出商品界达六年之久。我怀疑他有当选的机会，即使如此，我不认为我们还会在商品界里看到他（我的看法正确无误——两者皆是)。

毫无疑问地，这些推销员都能够提出客户满意度的证词，但这不能证明什么。在混乱的市场中，各种不同的交易系统，发出相互矛盾的交易讯号，纯粹的偶然即可提供若干成功的故事。但是那些因此而失败的交易又如何呢？我们是否会听到他们的声音？不太可能。狡猾的推销员会在客户合约中列出法律诉讼的威胁条款，防止愤怒的订购者无可避免与潜在损害的抱怨。

我在 1983 年便对威廉斯与韦尔达做了这种评论，十年以后，情况没有太大的变化。拜市场行销力量以及人类贪念永远凌驾常识之赐，这些人仍然四处活跃，以不同的包装销售相关的梦。在过去十年，韦尔达在退休之后又复出，挥舞着“利他主义”的旗帜，他在最近卷入了一场有趣的公开论战，另一主角也是一位姿态相当高的推销员布鲁斯.贝布考克。

韦尔达最近的作品是他原本最心爱的《三角洲系统》之作的变形，它也是以推销为目的。在 1984 年，韦尔达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达以每套35000美元的价格，将《三角洲系统》卖给七十二位投资者，合约中同样列出不可公开的条款，以及有关泄密的警告。最初不幸的七十二位投资人之一，现在威胁要公开系统，所以韦尔达便推出《三角洲现象》(Delta Phenomenon) 一书，其售价为175美元。什么是三角洲现象？坦白说，我不愿支付175美元去得到答案。然而，为了好奇的理由，还是有一些线索可寻。韦尔达最初是以数学家自居，现在则发疯了。犹如往常，韦尔达对于喜剧 (comic) 与宇宙 (cosmic) 总是混淆不清：

我认为我已经开启了一扇通往“预测市场之科学”的大门，它会使现在所谓的技术分析黯然失色。有一件事是我所信的：太阳、月亮与地球之间的完整互动，是所有市场走势的基础。任何其他事都不具有这种预测市场的潜能。

赖利·威廉斯又如何？他本人有时候会承认自己是月亮迷。威廉斯与许多推销员形成短暂的结盟，所以你永远不知道他会突然在什么地方出现。最近，他在推销“乌龟”(Turtles) 的奥秘，这是一套自诩为超级交易员而且其内容不可以公开的产品。不论我们对威廉斯分析能力的评价为何，却不能否认他的坚韧力。他曾经在大众监督之下操作期货基金，遭到惨败，但是在背后支持他的“商品时效”(Commodity Timing’当然也包括他的“乌龟”奥秘）似乎并不因此而退缩。

类似威廉斯与韦尔达这一类人，何以能如此有效率地推销自己呢？一方面是因为商品交易并非科学，它不像数学与物理学；也不像考古研究，考古学界承认一套基本知识，创新发明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然受欢迎，但必须接受监督。在缺乏控制的情况下，推销员可以为所欲为，而且不负任何责任。他们可以发表荒谬绝伦的言论，却不用担心被揭穿与指责。我已经说明有关甘氏的神话，如何为人们不加以批判地到处散播，而这些人应该知道事情的真相。商品界对于科学方法并不感兴趣。交易员十分贪婪，而且渴望采取行动，能够吸引他们的，是不劳而获的承诺；理论只要包装精美，再贴上显赫的人名，则很少人会质疑其有效性；出版商只要有钱可赚，便不在意他们所刊登的广告。

商品投资顾问究竟相信什么？大部分人只是迷迷糊糊的过日子；他们可能真心诚意地相信其系统能够有效运作，虽然实际的交易结果相反。一位顾问有时候即使做得很好，仍然可能没有任何有价值的东西可以告诉你。他是否今年赚进一百万元，明年又输掉了呢？掷骰子有时候也会出现大赢家，所以为什么要赞美、模仿、或将智慧归诸于偶然的大赢家呢?

比方说，你是否希望从彩券的赢家那里学习到任何东西呢？有多少人会在赢得彩券之后，因此而从事写作呢？在偶然的机会里获得成功的人，非常可能希望撰述其经验，尤其是发现自己不能重演其成功之举的时候。理论可能是在他心中酝酿而对其成功所做的解释。如果非常技巧地撰写，他可能吸引若干追随者，甚至发行投资建议报告。简言之，他最后可能会相信自己的理论。假设你是一位不能重演成功的偶然赢家。你是否宁可相信你自己精明，而非运气呢？

对很多人而言，交易变成是传道的形式。大师在真正信仰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者的簇拥下出现（真正的信仰者不需要根据现实而调整自我，因为他或她可以透过自我否定，或将自己交给救主，来解决问题）。和真正的信仰者——不论是甘氏的崇拜者、艾略特波浪理论派人士或日本阴阳线的信奉者——做商品方面的讨论，就像与教宗讨论进化论，或与沙达姆.海珊讨论裁军一样，没有任何意义。

如同所有的半宗教式的人物，商品大师利用人类对於信仰的需求——或者，更精确地说，人类因为自己失败而怪罪别人的需求。大师的本质蒙着神秘色彩；他会乐于卖给你一只黑盒子——只要你不追问其内容。他会告诉你，盒子内满装钻石，因为他知道关於钻石的承诺是一项强有力的武器，藉着它可以压抑他千方百计想要消除的敌人——你的(your)常识。

《稳操胜算》相信常识。它提供给读者的是，从极不寻常的有利角度，就商品交易提出非传统的观点。开始的时候，我们对于何种理论能够在市场中有效运作，而何者则无效，不心存先入为主的概念。如果商品价格属于随机漫步，那就太糟了；但至少我们可以避免采纳与此现象相互矛盾的交易技巧。如果某一方法看起来有潜力，则我们会进一步探索。如果它仍然表现良好，则我们可以将它纳入交易哲学。我们不会维护任何观点，也没有任何不可以触摸的圣牛。

唯有了解市场运作之后，我们才能够向市场挑战。这是后面几章的目标。付钱给别人，请他告诉你怎么做或帮你做决策，这会使你的前途蒙上阴影。此外，这种做法也不能奏效。你将因此而付出庞大的代价。问问“赖利.威廉斯金融策略基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金”(Larry Williams’ Financial Strategy Fund)的投资人吧！

为冠军欢呼

1987 年，罗宾斯交易公司 (Robbins Trading Company)——一家商品期货经纪公司——举办了一场交易竞赛，名称为“世界杯期货交易赛”(The World Cup of Futures Trading)，这是相当不谦虚的命名。为了参与竞赛，参赛者必须在罗宾斯开设 10000 美元的帐户。奖金将归给交易期间一年之内赚钱最多的人。换言之，这是货真价实的金钱交易。

奖金不是竞赛的重点。真正吸引交易员参与交易竞赛的原因是，他或她会因为赢得竞赛而争取到名声，以及随后因为胜利而吸引的投资资金。经纪公司举办交易竞赛的主要理由则在提高知名度，吸引大众的投资资金透过该公司从事交易。该项竞赛的参赛者之一是赖利 ·威廉斯。

在 1987 年，虽然竞赛仍在进行，罗宾斯交易公司开始则在《期货杂志》(Futurcs) ——一份促销商品交易的月刊——上刊登全页广告。可以理解地，罗宾斯公司希望有效地利用该竞赛所营造的知名度。刊登的广告宣称“世界杯交易小组管理的帐户”(Managed Accounts by World Cup Trading Team)，并且列举出四位著名商品顾问，他们应该是交易小组的成员。这则广告牵涉许多问题，最后使得罗宾斯公司陷入与“全国期货协会”(National Futures Association’NFA) 相互纠缠的困境中。“全国期货协会”是监管该产业的组织，其主要任务之一便是审查其会员的促销广告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该广告的第一个问题是，“世界杯期货交易赛”是一场针对个人，而非团队的竞赛，所以“世界杯交易小组”的名称没有道理。第二，竞赛仍在进行，而参赛者赖利·威廉斯便被认定为“世界杯交易小组”的成员。这是什么意思？竞赛进行尚未过半，是否威廉斯已经被视为当然的胜利者呢？他在竞赛之初表现非凡。1987 年 5 月份的《期货》杂志——交易竞赛的主要广告媒体——告诉读者：

竞赛的赞助者，罗宾斯交易公司总裁乔艾·罗宾斯(Joel Robbins)表示，从这五年来的历史观察，“世界杯期货交易赛”第一季的结果令人叹为观止。目前的领先者赖利·威廉斯以100,00 美元的资金，在一月份投入股价指数与债券合约，截至三月底，资金已经累积到 200,000 美元了。

威廉斯持续领先，在竞赛结束时，其帐户总值已经超过一百万美元，而且以极大的差距获胜，最接近的竞争者只不过累积到“微不足道的”40,000 美元。竞赛结束之后，罗宾斯公司立刻在《期货》杂志刊登更多的全页广告，这一次则以赖利·威廉斯的照片做为广告重点，向潜在的投资者推销“管理帐户：采用赖利·威廉斯世界杯期货交易法”(Managed Accounts Utilizing Larry Williams' World Cup Approach to Futures Trading)。同时，“金融新闻电台”(Financial News Network)也出现类似的商业广告。

“全国期货协会”对此发展并不高兴。由于在揭露声明中缺乏的证据支持广告内容，“全国期货协会”于 1988 年 8 月 10 日，对罗宾斯交易公司与赖利·威廉斯提出正式控诉。在“世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界杯”竞赛期间，威廉斯个人的交易绩效与投资人所获得的绩效，两者之间出现了奇怪的分歧，“全国期货协会”似乎注意到这个现象。

透过行销手段向一般大众募集基金时，商品交易顾问（Commodity Trading Advisors’CTAs）有义务向“全国期货协会”公开其实际交易记录。在“全国期货协会”控诉中的一大部分，是有关威廉斯是否应该将其个人的交易结果与受托操作帐户的结果加以分离。威廉斯在辩护中宣称“全国期货协会”的准则并不明确。就这方面而言，他可能有一点道理。然而，一项令人震惊的事实则不存在于此争论之中。1987 年的第一季，当其“竞赛帐户”从 10,000 美元成长到 200,000 美元以上，威廉斯的管理帐户却陷入亏损，而且是严重亏损。根据“全国期货协会”的“发现与结论”(Findings and Conclusions)：

毫无疑问地，威廉斯先生的个人交易帐户对其综合交易绩效产生了重大影响。记录显示，在 1987 年第一季，威廉斯先生的综合绩效出现了 6,122,281 美元的亏损，在同期间，威廉斯先生的个人帐户却出现 902,599 美元的获利。委员会认为，威廉斯先生在获得巨额利润的同时，受客户委托的管理帐户却遭逢庞大的亏损，此乃重大事实，而且任何潜在客户应有所认知，以便做出完全合理的决策。

1989 年 2 月 19 日，“全国期货协会”对威廉斯与罗宾斯交易公司强制罚款 35,000 美元。这两笔罚款的追索颇为成功。1990 年 6 月 8 日，罗宾斯交易公司同意该项判决，承认自己违反了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“全国期货协会”要求在促销文件中揭露风险的管理规则，并同意支付 15,000 美元的罚款。同一天，弹劾委员会同意不对威廉斯追诉，只强制罚款 13,000 美元。在施以小小的惩罚之后，该事件似乎告一段落——至少就“全国期货协会”而言是如此。

围绕在威廉斯世界杯冠军荣衔四周的推销热潮，并没有受到“全国期货协会”事件的影响。1988 年 7 月，“赖利·威廉斯金融策略基金”开始发行，接下来是 1989 年 3 月的“世界杯冠军基金”(World Cup Charnpionhship Fund)，也是由赖利·威廉斯、杰克·伯恩斯坦(Jake Bernstein)，以及自诩为“世界冠军小组”的另外两位成员共同管理。

1989 年 10 月，《期货》杂志发表了一份简短的声明：“赖利·威廉斯金融策略基金”已经不存在了。期货交易的重量级冠军，在 1987 年从事他“自己的”(his owned) 实际资金交易时，将 10,000 美元变成一佰万美元；当他从事“客户的”(customers') 实际资金交易时，情况却非常艰难。事实上，他遭遇到期货基金历史上最快速的“击倒”，而在不到一年的时间，亏损了客户 50% 以上的净值。它拥有巨匠的一贯绩效，在一连串无情的亏损月份中，几乎不会出现一次的上涨。

1989 年 3 月份隆重推出的“世界杯冠军基金”又如何呢？在一年多的时间里，基金也亏损超过其原净值的一半。1990 年 5 月，丧钟再度响起，“世界杯冠军基金”追随前人“赖利·威廉斯金融策略基金”，静静地没入水面而葬身海底。没有先行的游行队伍，没有瞭亮的号角，也没有震天的锣鼓。

三年之后，1993 年 3 月《期货》杂志又刊登了全页广告推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销“商品时机”(Commodity Timing)其标题为“传奇人物赖利·威廉斯又办到了，在此时特别优惠订户”。广告内文为：

是的，1992年的评鉴已告完成，而赖利·威廉斯的“商品时机”囊括各项荣誉。从1992年“商品交易消费者”(Commodity Trader Consumers)报告显示，在其所监护各主要公司的每一笔交易中，赖利·威廉斯的“商品时机”是明显的赢家。更重要者，最大的赢家是订户，即发现你真的可以透过商品交易赚钱的人。

至于一贯性，你就得提到赖利·威廉斯。

为赖利脱帽致敬。你不能让好人失望。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

错误的观念

商品期货的基本观念

我的一位医师朋友——在其本业表现得十分精明——曾经说服我为他解释期货。我拿了一些商品报告让他阅读，几个礼拜之后，我们坐下来讨论他的学习成果。我期待着某些深入的见解，却十分讶异他所提出来的问题："猪腩为什么第一天上涨、第二又下跌、接下来又上涨，然后再度下跌呢？这十分荒唐。一点道理也没有！"。

这时候，我才了解，假设某位听众熟悉那些资深交易员视为当然的概念，是多么危险的事。以"多"(long)、"空"(short)两字为例，这是你在商品交易中最常碰到的用语。在交易圈中，这两个用语有明确的意义——每个人都能够完全地了解它们。在其他地方，"空"便成为专门术语，即使为人所了解，恐怕也十分模糊。

"放空"意味签订合约交割某人所没有的商品，乍看之下，它违反了公平法则——如果没有违反常理的话。买进，或做多，则比较容易理解，因为要投机某些事物——它可以是房子、古董或棒球卡——你通常会先买进，然后再卖出，希望因此而获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利。然而，在商品交易中，买进与放空是每一笔交易所需的相对个体。

将商品交易视为单纯的对赌——即两个人对未来不确定事件之结果所做的单纯赌博。该事件即为特定交割日期的商品价格。为了充分了解商品期货合约的多样性，不妨考虑房地产，它不涵盖在期货市场中。假设你正确地预测了房地产的荣景；你可以先买进，觉得市场居于高峰时，再卖出，而利用你的正确判断来获利。假设你正确地判断了市场的高峰，而且价格随后出现下跌。你是否能够因为价格下跌而获利呢？在房地产，答案是否定的。对于交易热络的期货市场商品而言，答案则是肯定的。如果你认为黄金、猪腩或大豆价格过高，你可以根据你的判断放空，希望稍后再交割，等待价格下跌后买回来。

让我们假设每磅 13 美分的糖价过高。你希望赌它的价格在三个月之后或三个礼拜之后下跌。谁会与你对赌呢？在希望赌它下跌的一瞬间，你如何找到一位希望糖价上涨的人呢？

好了，如此就有了商品期货交易所与糖期货合约。透过佣金经纪人，你可以找到买者，根据目前所同意的确切价格与你签订合约。在签订合约的双方之间，存在着商品经纪人、交易所与买方的商品经纪人。他或她虽然是无名氏，但在你的合约的另一端，有一位投机者正在等待，希望你是错误的，从而攫取你的钱。这一点要牢记心中。

商品期货合约必须在特定交割期间内，在特定场所，以特定数量的商品交割。就数量与品质而言，合约是标准化的；它们相互之间无法分辨，可以转售给第三者（期货毕竟只是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

书面上的义务)。如果对于所持有的部位产生了不同看法，你可以将该义务转售给其他人，但这种行为必须透过交易所，而你永远可以在该处找到愿意承受你的义务的交易者。交易所的功能便是纠集众多的赌徒，使买方永远可以找到卖方，而卖方也永远可以找到买方。

在结束合约的部位时（亦即，当你卖出先前所买进的，或买进先前所卖出的)，你的佣金经纪人会计算买、卖价间的价差，只是不考虑这两笔交易的前后秩序，而将现金余额登录到你的帐户。依照此方式，资金在玩家之间窜来窜去，并无所谓的实体交易。

阅读金融版

多数的大报每天都皆会刊登商品交易的摘要报导。以可可豆的每天的数据为例，“纽约可可交易所”(New York Cocoa Exchange) 所交易的报价如表 3-1。

合约数量是 10 公吨，报价是以美元/公吨来表示。在 1993 年 8 月 20 日星期五，九月份的期货是以每公吨 979 美元收盘，合约总值为 9790 美元。假设保证金为合约总值的 5%，则一口九月份可可豆的合约大约要支付 500 美元(0.05 x 9790)。该金额是佣金经纪人要求客户存入的保证金，以防止价格的不利变化。这是一小笔押金或保证金，它创造了高融资的效果，可供商品交易员使用。比方说，九月份可可豆价格由每公吨 979 美元上涨到每公吨 1029 美元，相当于合约总值增加了 500 美元。因此，在价格变化过程中（价格仅出现 5%的变化)，持有多头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部位的交易员将发现，其 500 美元的投资倍增到 1000 美元，持有空头部位的交易员则发现其 500 美元已经变成零了。当然交易员没有必要为这么小的金额融资——5%是(is)法定的最低水准。如同我稍后将要说明地，将帐户净值订在最低保证金水准的边缘，是非常危险的做法。

表 3-1 可可豆

合约单位：10 公吨/手；报价单位$/公吨								
合约	合约期内最高价	合约期内最低价	开盘价	最高价	最低价	收盘价	较前一日变动	未平仓合约
93 年 9 月	1536		970	980	965	979		676
93 年 12 月	1506	919	1018	1031	1012	1030	+1	36056
94 年 3 月	1345	956	1052	1067	1049	1065	+1	18034
94 年 5 月	1368	978	1068	1068	1076	1084	+2	6361
94 年 7 月	1270	999	1087			1104	+2	2210
94 年 9 月	1280	1022	1115	1125	1115	1125	+4	4415
94 年 12 月	1185	1048	1130			1153	+4	5227
95 年 3 月	1185	1085	1160			1176	+4	4001
95 年 5 月	1185	1111	1180			1196	+4	756
前日成交量 5466		前日未平仓合约数 77736				未平仓合约数较前一日变动-584		

表 3-1 包含了 1993 年 8 月 20 日交易所所有月份合约的重要资料，从最近期交割合约(1993 年 9 月份)到最远期合约(1995 年 5 月份)。每个交割月份都是特定的期货合约，都是独立的变数，而且各有其本身的一套统计数据。现在观察表 3-1，由左至右，而以 1993 年 12 月份作为说明的例子，我们有：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 合约高价与合约低价(1506、919)

  从合约开始交易以来的最高价与最低价。(以可可豆而言，合约是在到期交割前的 24 个月开始交易)。

- 开盘(1018)

  开盘价——8 月 20 日所完成第一笔交易的价格。

- 最高 (1031)

  当天最高价。

- 最低 (1012)

  当天最低价。

- 收盘(1030)

  最后之价格。

- 变动 (+1)

  当天与前一天收盘价的差值。

- 未平仓合约数(36056)

  1993 年 12 月份期货在外流通之合约数目。

在可可豆图表的底部，我们尚有：

- 前日成交量(5466)

  成交量——前一天所交易的合约数量。

- 前日未平仓合约数(77736)

  前一天未平仓合约之数量。(所有合约的总计)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

.变动(-584)

未平仓合约数当天与前一天的比较变化，整体而言，本数据测量玩家是进场？或出场？

新的买盘进场买进期货合约时，他可以与新的放空者完成此项交易。或者，他可以与已经做多而现在希望放空其部位的人完成此项交易。以后者的情况而言，新的买者取代了原买者，但在外流通的合约数量不会因为此项交易而有所变动——未平仓合约数保持不变。然而，如果买者遇到新的放空者，则在外流通的合约数会增加一口——未平仓合约数(+1)。如果两位投机者——一位多头与一位空头——同时决定要出清部位，而其委托单在交易场内撮合，则有一口在外流通的合约数会因此而消失，未平仓合约数会减少一口——未平仓合约数(-1)。

对任何交易日而言，未平仓合约数可以增加、减少或维持不变，而取决于当天的交易结构。整体而言，如果新的玩家进入市场，则未平仓合约数会增加，如果玩家正在出场，则未平仓合约数会减少。成交量与未平仓合约数皆是独立的变数，某一项期货未平仓合约数所能累积的数目在理论上并无上限。通常，特定月份的期货开始交易时，皆以零值的未平仓合约数作为开端，其数量会逐渐增加，在交割前约两个月到达最高峰，然后逐渐下降，在交割日只会剩下极少量的未平仓合约数（绝大多数都因为交易员退场而相互冲销）剩下来的合约属商业性质，希望交割。这种模式反应在表 3-1 的未平仓合约数据中。1993 年 12 月份拥有最大的未平仓合约数 36056；接近到期的 1993 年 9 月份合约，则只有 676 口流通在外；最远期的 1995 年 5 月份合约，则有 756 口的未平仓合约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货合约是既单纯又可爱的工具。只要了解这些基本观念，偶尔出现专业术语时，则可以参阅本书最后所附的词汇，一般读者应该都可以轻松地阅读。

现在，我们从单纯可爱的期货观念，转移到可怕而复杂的期货运用中。

生活在不确定中

交易员必须学习生活在意外之中，学习如何在极端不确定的情况下做出困难的决策——如果不够谨慎的话——则可能会处在极大的压力之下。当然，不确定性围绕着一切决策，否则便没有所谓的决策可言。举例来说，在天气阴晴不定的情况下，决定是否要去打高尔夫球，并不需要耗费太多的思虑。如果我们取消球局，而太阳出来了，我们只会稍微地感觉被骗了。如果我们去打球而淋湿了，我们只会说运气不佳。但是，不论结果如何，我们都不可能仔细分析做成该决策的智慧；天气极不可预测，我们也接受这一点。如果决策的结果不佳，我们也不会耗费时间去解释(explain)它为什么会发生。我们也不会利用这种经验预测下一次的情况。

在我们所熟悉的环境中，而且赌注相当较小时，不确定性会被视为理所当然。但是当赌注增加，肾上腺素随着交易而不可避免地加速分泌时，则对不确定结果的逻辑反应可能会消失，人们会开始要求“解释天气”。人们会变得更轻信，如梭罗(Henry David Thoreau)所指出者：“人们会相信坑洞是无底的，甚至懒得去测量它”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常确定地，随机性缺乏美学上的诉求。对秩序与可预期性的渴望，以及对形态的偏爱胜于混乱，是人类十分正常的欲望。因为多数商品交易员都是十分正常的人，而且因为我们了解他们的共同命运，所以例外者——成功的交易员——将会发展出极为异常的人类反应。他会训练自己，用极为不寻常的方法处理不确定性。本书大部分的内容乃探讨制约（conditioning）即异常反应的培养。

图形分析人士

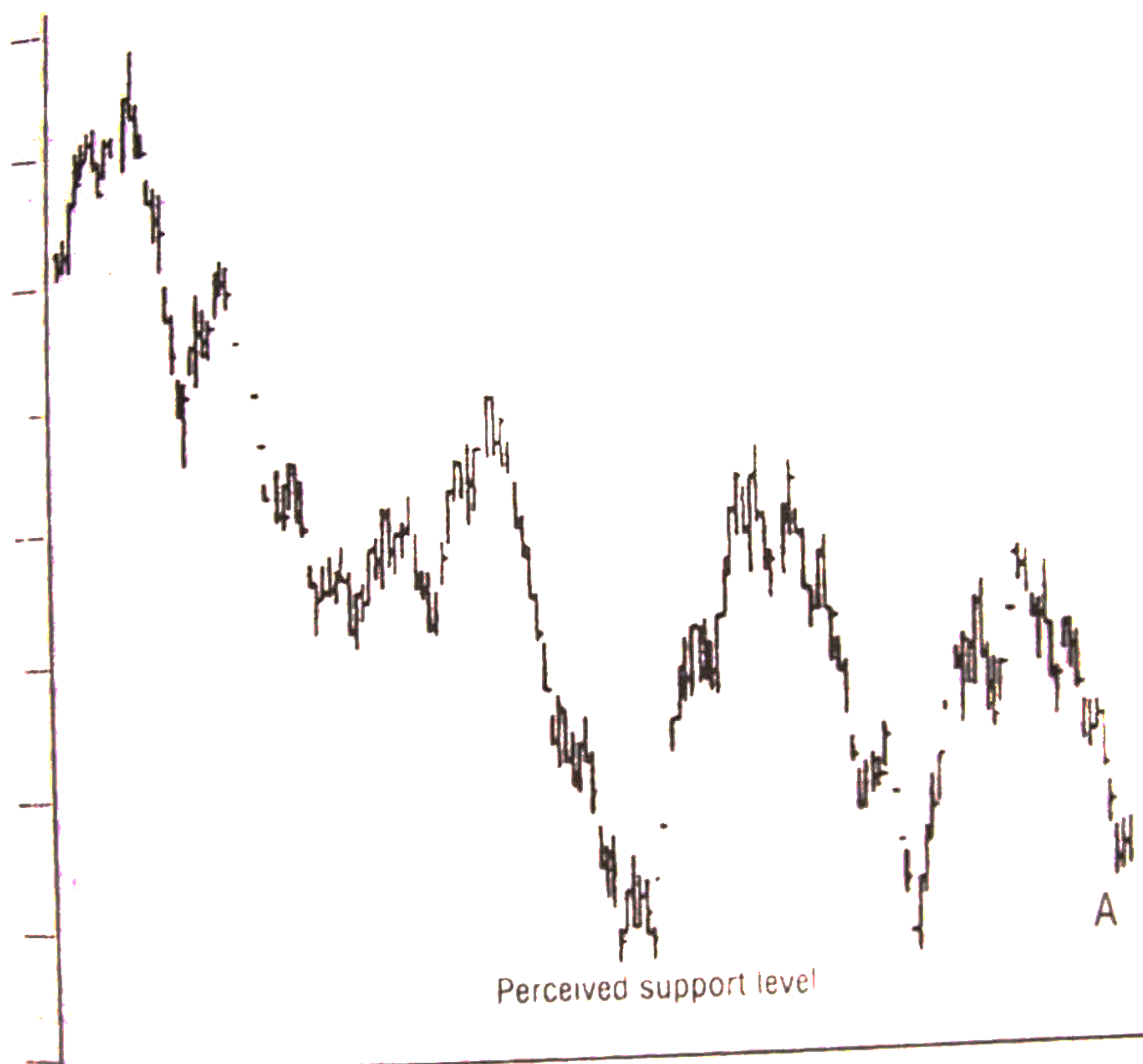
商品价格图是交易员喜爱的一种工具，利用它可以使市场所固有的混乱回归到秩序。图形分析者是一类交易员，他们在下交易决策时，并不重视经济面的决定因素。他们完全依赖图形中所呈现的排列，因为这是他们的信念，认为预测价格的最佳方法，是研究最近每天的最高、最低与收盘价之型态。

具有想像力的图形分析者，可以在混乱的价格中，“看到”可以辩认的型态——他相信这些型态具有预测的价值：头肩排列（head-and-shoulder)、旗形（flags）与楔形（pennants)，我们只列举几个比较通俗的名称。支撑（support）与压力（resistance）对技术分析者也深具意义。

在此标准条形图中（图 3-1)。横轴代表时间，纵轴代表价格（最高、最低与收盘)。以图形分析的术语而言，我们在图形右端所看到的，是一个接近完成的三重底型态。这种排列在所有商品都常常出现。走势接近某一个水准——以几何意义而言——价格在此之前出现了两次（twice before）反弹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 3-1 支撑与压力水准



图形分析者在 A 点所采取的行动可能是做多，也可能是放空，这取决于他们所希望的认知者。虽然图形分析者会宣称，图形排列的本身将决定未来的价格方向，所以在逻辑上，他应该是不偏的，但他一定会偏好某个方向的市场。事实上，技术分析者只是希望用图形来支持其偏好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有多头倾向的图形分析者，会将区域 A 视为买进点，图形所呈现的几何特征，确实有非随机性的外观，所以他看到了支撑水准。他感受到市场的“底部”，经验告诉他，该标的从底部反弹的机会大于贯穿该处底部。因此，以他的估算，在 A 区域建立多头(long)部位是很好的赌注。具有空头倾向的图形分析者也发现这个支撑水准。但是对他而言，那并不是坚实的支撑，这个“底部”是由腐朽的地板所构成，而挂灯坠落的重量即可使它崩塌。对他而言，只要该支撑水准遭到贯穿，则随时会出现价格崩跌。因此，他准备放空。

谁的看法正确？让我们进一步探索他们的想法。支撑与压力水准的存在——图形分析的构成要素——似乎暗示着心思相同的玩家相互协调所做成的集体安排。个人毕竟不可能单独支撑或压制价格。但是交易员是(are)个体，他们不会采取一致的行动(acl)；他们是敌对的竞争者，不仅是多空之间的对抗，而这正是商品交易员变易性，其忠诚是不断改变的。以军事用语比喻，交易场是最混乱的战场，存在着人人都想成为赢家的矛盾。忠诚是不存在的。交易员只会为个人的利益而结合，他们绝不是手携手的兄弟。他们为什么要支撑或压制呢？为谁支撑？由谁支撑？商品难道会在乎吗?

价格图形的真相是：即使是由一组乱数绘制而成的条形图，也会产生高峰、谷底与密集交易区，以几何(geometrically)而言，这似乎颇具意义，实际上却无意义。只要图形分析者以群体的方式，辩认压力与支撑的潜在区域——如同我所说的，即使它们属于随机事件——他们会因为要胜过对方，而在某段时间或价格水准上造成价格的大幅波动。图形分析者的行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

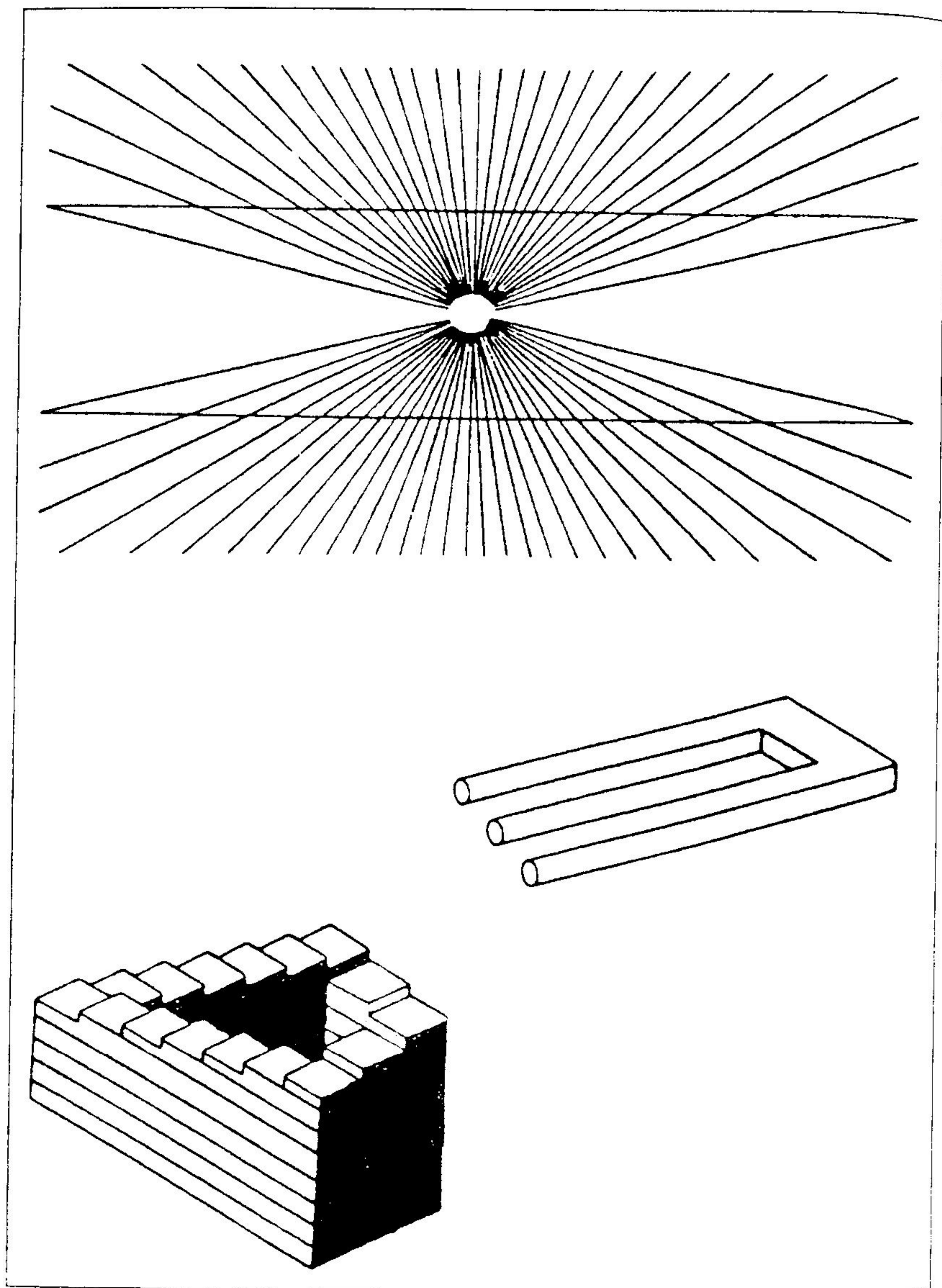
可能导致价格暂时停顿，使人误认为该支撑或压力水准确有其事。这种自欺的预测，效力极为短暂，其本身便不可预测，而且没有真正的意义。

我们可以做一个必然的预测：价格最终将大幅脱离被认知的支撑或压力水准，或者上升，或者下降；只要时间充分，它必然如此。在支撑水准的情况下，如果价格走高，多头图形分析者的看法便得到证实；其底部理论证明为正确。另一方面，如果价格下挫，则空头会见到他的（his）观点得到确认。很好，因为无论如何都是正确的。赢家会加倍相信支撑水准具有普遍的意义，因为在此特例（particular）中，它曾经有效地运作———项错误。

那么，失败者又如何对待失败呢？当然，他会对结果感到失望。但是他会因此而检讨其信念吗？赢家会对支撑的观念产生更大的信心，而输家是否会因此而对它丧失信心呢？不太可能。相反地，失败的图形分析者会找寻特殊理由，解释此特殊案例失败的原因。因此，该理论测试失败并不会影响其应有的地位。

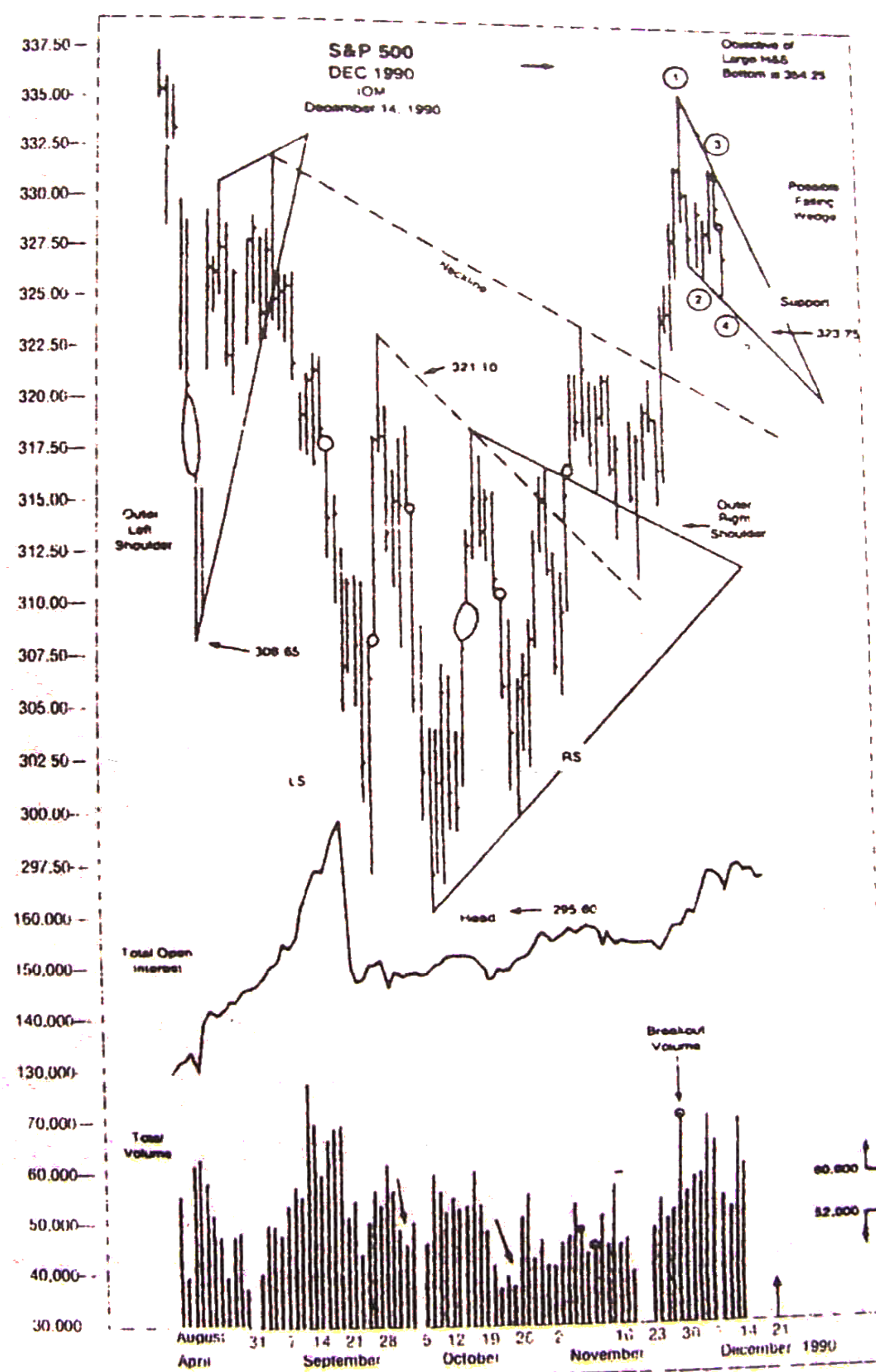
不论谁赢，这是图形分析者的胜利。毫不令人讶异地，人们会因此而更认真地阅读图形，并发现若干不存在的东西。想想人类察觉永无止尽的阶梯的心智能力，将直线视为曲线，并从毫不相干的点线建构出一幅图来。这种能力——虽然有趣而且有选择性的用途——是交易时保持头脑冷静的一项障碍。在价格预测方面，几何的幻觉深具力量，这是我们必须努力抗拒者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 3-2 谁说市场是随机漫步？你可以经常连续各点。创造自己的交易，没有人会告诉你对或错。



资料来源：**Technical Analysis & Options Strategy by K. H. Shaleen**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在条形图上绘制直线与三角形的欲望，可能源于深植人类心灵中的某种情结，即不愿意接受残酷而无情的宇宙。当杂乱无章的线条被整整齐齐地纳入有秩序的通道与楔形，图形变成了更温柔善良的宠物。小孩子在玩谜题，连接标示着数字的点，看出骑士和马匹从虚无中浮现时，会得到无限的满足。只要透过商品价格图上所绘制的整齐小三角形，宇宙便会展现其目的，我们也可以得到类似的满足。我觉得很抱歉。商品交易是纯粹的成人游戏。如果你想了解它，就必须抛弃那些幼稚的玩意儿。

墨菲法则

没有任何图形的几何解释禁得起严苛的批判。以简单的趋势线(trendline)为例。这是一条绘制在图形上的直线，它连接日线图或周线图上(假设是下降趋势线)不断下降的高峰，根据图形分析的哲学，如果交易向上(up)突破已经建立的下降(down)趋势线，则会出现价格反转。趋势线的贯穿理论认为，既存的多头与空头市场，在没有外力的干预下，会持续直线的走势，一旦这种型态遭到破坏，价格方向会产生主要的变化。

趋势线的产生源于受几何学启发的欲望，没有先验(apriori)的理由可以假设，多头市场或空头市场应该以固定的速率上涨或下跌。从平原到山顶的道路不会呈现固定的仰角；道路有时陡峭，有时平坦，上升过程中有时会下降。期待上升轨道中出现笔直的坠落是非常荒谬的事，而试图确认这一种看法则更为荒谬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

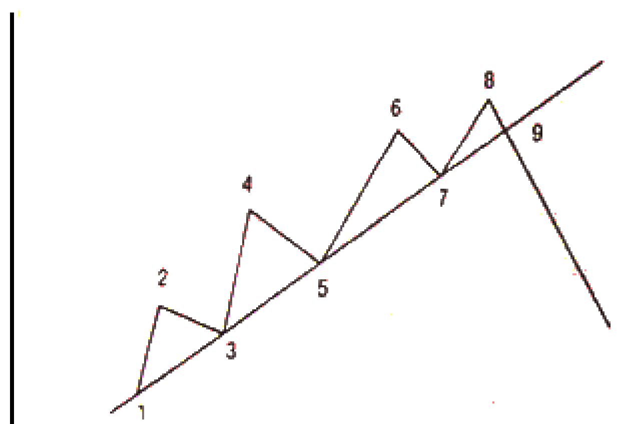
条形图上的趋势线看起来能(can)令人印象深刻，但这是在绘制之后(after)才会如此。非常不幸地，绘制妥当时，一切都已经太迟了而无法据以采取行动。二十多年前，在水门案的听证会中，经常对证人提出的问题是：“你知道什么，而且是什么时候知道的？”，图形分析者应该好好地思考这个问题，然后再挥动笔与尺。

技术分析后起之秀中的当代巨匠为约翰·墨菲(John J. Murphy)，他所著的《期货市场技术分析》(Technical Analysis of the Futures Market)一书，可能是所有技术分析书籍中流传最广者。墨菲固定在一定金融新闻电台做讲评——他会解释股票与期货合约的价格走势，并回答观众的问题。他避免做预测，其“阐释”也包装在层层的限制条件中，所以很难衡量其评论的价值。然而，书中的某些见解则极其启示性。

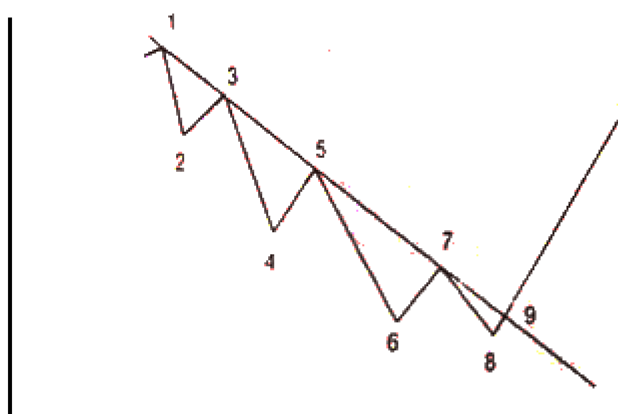
墨菲是趋势线的热心拥护者，他认为这是决定趋势何时会产生变化的工具。举例来说，在空头趋势，他建议绘制连结反弹高点的线。连结两个(two)反弹高点的线，则被视为是试验的趋势线；趋势线如果连结三个(three)反弹高点，而每一个高点都比先前的高点低，则称为稳固的趋势线(strongly established trendline)，随后所出现的向上突破则显示市场方向的变化。这些观念简洁而摘要地列于图 3-3 中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 3-3 趋势线分析，根据 john j.Murphy 的看法，截止目前情况尚可，问题发生在它的应用（见图 3-4）



（图 3-3 A）图表分析师相信，一旦上升趋势线形成，之后在该线附近的回挡都是好的买进时点。在本例中，点 5 及点 7 可以用来建立多头部位。点 9 破坏了趋势线，显示趋势反转，也表示多头应该在此清仓。



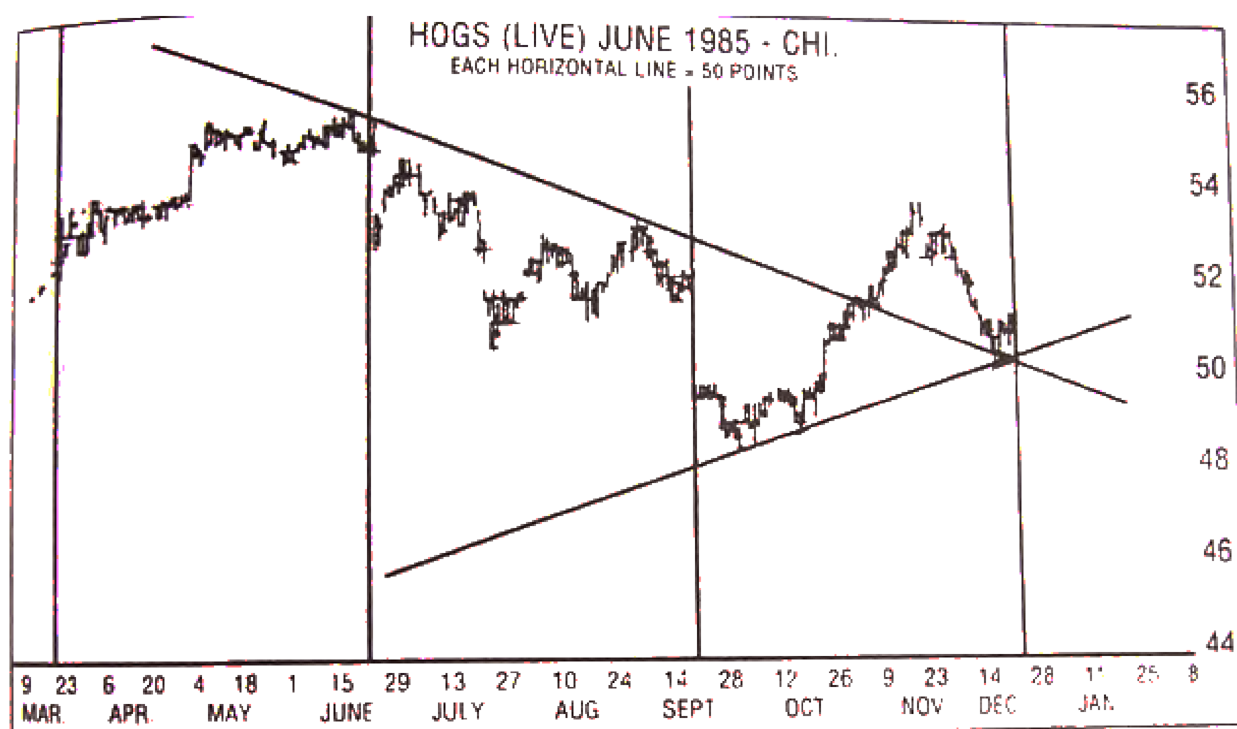
（图 3-3 B）下降趋势线主导市场，点 5 及点 7 为出场的时点。点 9 违背了原趋势，象征上升趋势的反转。

让我们看看趋势线的定义，在实际图形中的表现如何。图 3-4 的商品价格图形是根据墨菲在其著作中所绘制的趋势线，而我们在此尽可能精确地重新绘制。在本节结束前，我建议各位仔细研究图 3-3 与图 3-4。你是否能够发现作者的定义与他的解释之间所产生的矛盾？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 3-4 你可以看到理论和实务上的差异吗?

根据 Murphy 的说法，7 月和 9 月份高点形成的下降趋势线，在历经上挡突破之后，成为 12 月份的支撑，此外，他表示，10 月份低点形成的上升趋势线也阻止 12 月份价格的持续下跌。



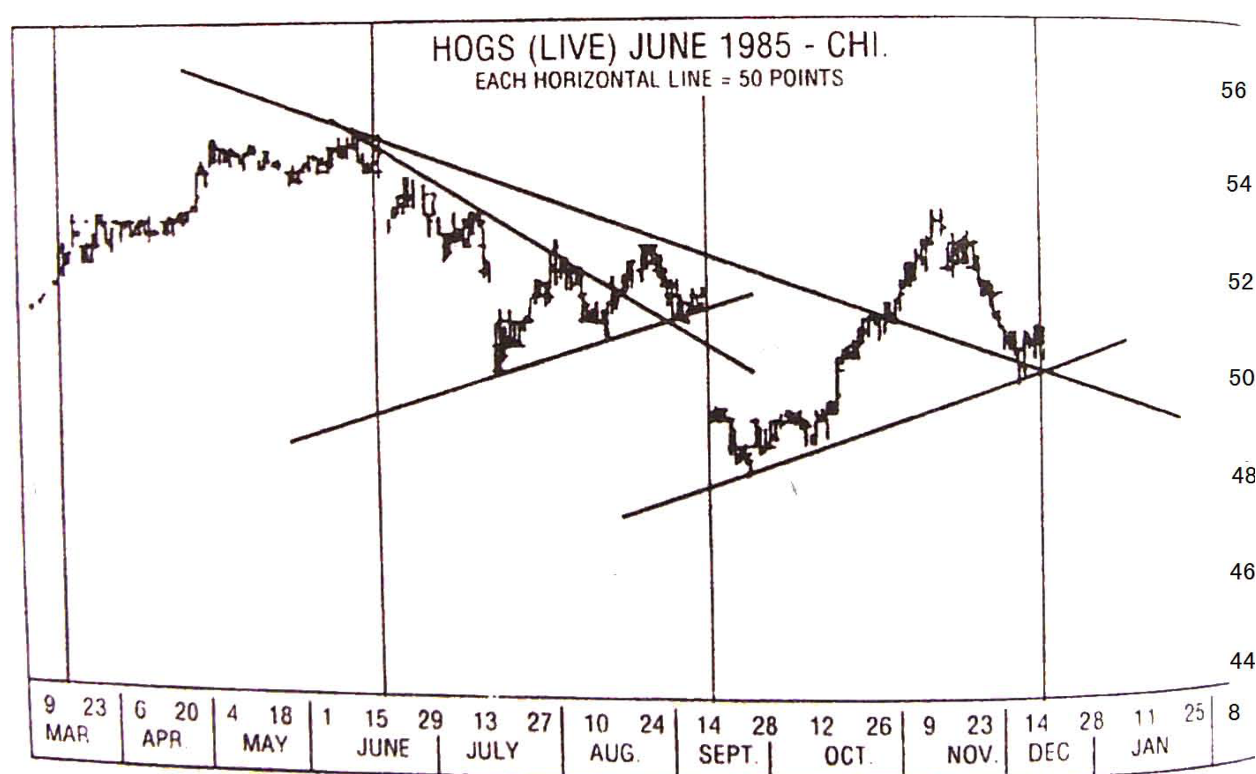
现在请看图 3-5，这是相同的图形，但我们利用 8 月 17 日之前或附近的资料(given the information available on or around 17)，绘制真实的(true)趋势线。我完全根据墨菲的标准所建构的一条下降趋势线：连结两个反弹高点的直线被第三个反弹高点测试成功。请注意这条真实的趋势线(根据墨菲，而非我的定义)在九月初出现了决定性的突破，趋势反转的讯号却失败了。当然，技术分析师不会将无(don’t)效的趋势线突破展现出来。我也可以绘制另一条趋势线，这是一条上升(up)趋势线，它分别连结七月份、八月份与九月份的低点。你是否察觉，如果根据墨菲的原则对这一条上升趋势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

线，你会恰好在九月份出现大幅向下跳空缺口之前买进？每当你被图形排列上完美趋势线所吸引时，我建议你好好参考墨菲1985年6月份的活猪图形。这恐怕不是很好的参考资料。为什么墨菲没有察觉到这个明显的异常现象呢？很简单。图形分析师只看他们想看的，而非真正存在的。

图 3-5　真正的趋势线

此线根据图3-3的定义绘制，八月份出现假突破，再者，趋势线的追随者会在9月中旬进场买进，在市场停板时套牢。后见之明是图表分析师的好朋友，很不幸，我们们无法根据后见之明从事操作。



教训？所谓有用的趋势线、旗形、楔形旗以及其它的所有例子，在严格的审视下，都是后见之明的产物，它们都是在理当预先察觉的事件发生之后才被认知的。

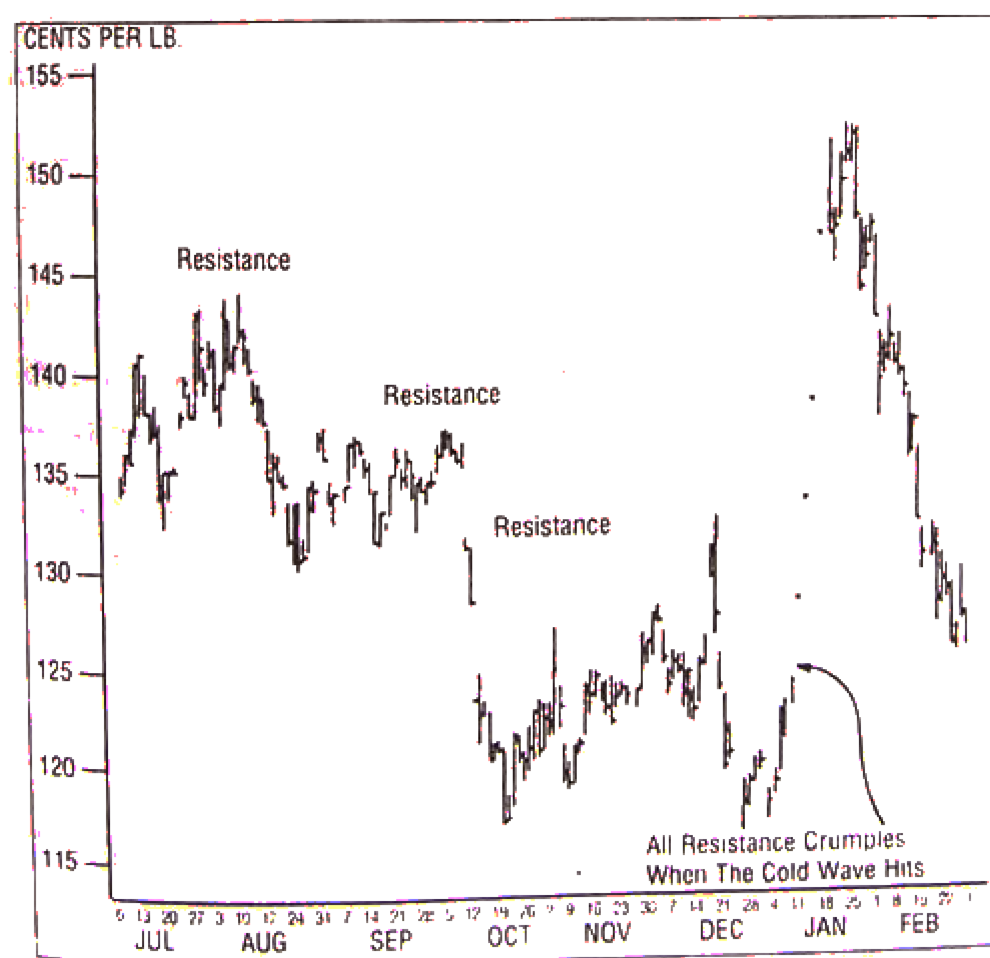
技术分析师可能考虑利用回溯法来思考预测的哲学意涵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们认为，价格是依据宇宙的决定性蓝图而演化成可预测的型态。坦白说，我不知道商品价格是否事先就命定了。我想有可能，但这是何等的笑话啊！

图形分析师不十分在意一月份的柳橙汁(图 3-6)或七月份的咖啡豆。为什么？他们痛恨意外。气候破坏并暴露了此项哲学的真正破产。价格变化背后的真正力量——寒冷的天气——以复仇者的姿态展示了自己。严寒的天气笼罩奥兰多时，图形中上百个的压力点也无法压制柳橙汁的上扬。图形分析师几乎无法领会，施展在上述受天气影响之市场的巨大力量，从更微妙的角度而言，也会明显地影响所有市场的价格走势。

图 3-6 佛罗里达州霜害之后的柳橙汁



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不知道为什么我们不能欣然接受，不可预知的大自然会决定柳橙汁的价格呢？图形只不过是人们利用后视镜，来猜测前方道路之无力感的反应。

乌龟

理查·丹尼斯(Richard Ocnnis)是期货市场的传奇性人物，其声名来自于将数个美元变成数佰万美元。故事是这么进行的，在八十年代初期，他挑选了一群有抱负的超级交易员，而称为“乌龟”(The Turtles)，其目的在于创造一个封闭式的交易俱乐部——如果愿意，你可以将其视为是交易圈的“圣堂武士”(Knight Templsrs)会。丹尼斯希望传播其智慧——但仅限于其乌龟。这些超级交易乌龟迈向成功所采取的方法，需加以保密。在适当的时机，一群“小乌龟”被挑选出，断奶，然后由丹尼斯施以训练。这些乌龟发誓要坚守秘密，并且在同意不泄露机密的文件上签名。

在 1974 年赚进佰万，并且在没有任何协助下赢得“世界杯期货交易赛”冠军头衔的赖利·威廉斯，随后也皈依为“龟迷”。这件事当然是发生在世界杯冠军赛后数度惨败后的几年。威廉斯与理查·桑德斯(Richard Sands)结合。桑德斯是最初的小乌龟之一，不过他签署的不泄密协定已经到期。他们把乌龟系统提供给一般大众。消息宣布后，成年的乌龟对此侵害权益的行为拍打猛咬，但一切皆属枉然。秘密公开了。哦，并没有完全公开(out)。新的一窝小乌龟也必须签署不泄密的文件。所以乌龟系统仍保持其神秘性。赖利·威廉斯深受其绩效所感动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1983 年冬，传奇交易员理查.丹尼斯将其交易传授给 14 个人，他们后来称为“乌龟”。在未来五年，他们赚进了 1 亿 7500 万美元。

——取材自威廉斯的广告

这使他们每个人赚进 1 亿美元而有余。所以，威廉斯要求的 2500 美元确实很便宜。但是，对那些支付 2500 美元听取丹尼斯成功秘密的人而言，他们可能不乐于见到 1988 年 7 月份《期货》杂志所刊载的一篇文章：

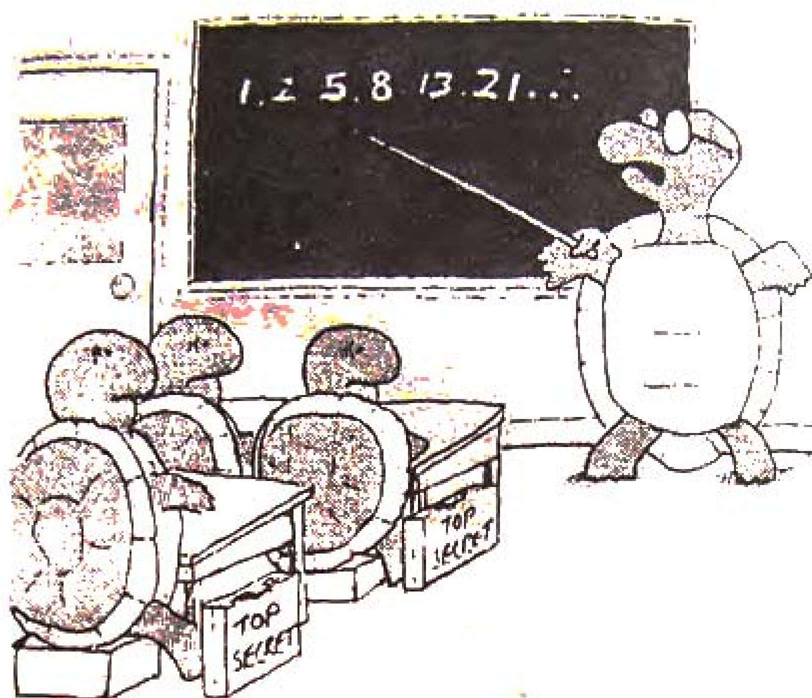
根据保守的说法，传奇的交易员理查．丹尼斯遭遇到艰困的一年。丹尼斯的两个公共商品基金，在四月份亏损 50%之后，已经停止交易了。他不再是“第二代柯林氏期货基金”(Collins Future Fund II)的交易顾问，因为该基金在四月份下跌了 75%。自从基金成立于 1984 年之后，他一直是基金的操盘人。他同时离开了第三代的柯林氏基金。

......其管理的资金最高曾经超过 1 亿 5000 万美元，但现在只操作 700 万美元的客户基金。

......“乌龟”，即管理公司资金的学徒散了。渲染其才华的行销努力也一蹶不振。

历经重大挫败之后不久，丹尼斯宣布退休，却扬言要进入政治界。这是 1988 年的事。四年之后，乌龟再度流行。丹尼斯已经不在了，但其秘密的倡导者仍然极力利用他的传奇。这完是甘氏事件的重演。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



丹尼斯如何在一个月之内，亏损其基金资本的 75%呢？只有一种方法导致这种结果。他必定完全忽视了风险，过度交易，然后又犯了严重的错误。如果能够在同一时间做对这三件事，是的，这是可以办到。如果你恰好能够做对大量的事，则可以赚进一大笔财富。这似乎是：来的容易，去的也容易。

我正在一座小岛上观察一只乌龟，在石头路上缓步爬行。它的行动不规则而且漫无目的，有时候停下来，有时候反向走，有时候迅速移动(以乌龟的标准而言)，有时候则几乎不动。这使我想起可可豆市场。在岛中央竖一根旗杆，做为衡量乌龟进度的固定参考点。我在我那支新奇的手表中设定了一个程式，让它每两分钟会发出哔哔声，然后抓起纸笔来记录。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乌龟持续着随机漫步，围绕着旗杆爬行，没有真正接近旗杆，也不会远离。然后，它开始直奔向水边。如果要记录这个行动，我必须画到纸张外。一个大问题。这是否是趋势的开始，或只是“随机的突出点”而无明确的目标呢？现在，如果我有最新型的手提方程式电脑软体…….。天气非常炎热，我为了完成这份手稿，已经工作得相当晚了。

季节性与其他神话

在讨论有关赖利·威廉斯的《必胜交易》时，我曾提及季节性的问题。季节性会以不同的伪装定期出现。比方说，在过去二十四年中有十八年，活牛 12 月 1 日的价格均高于 11 月 1 日的价格，这是否意味，在 11 月 1 日买进，持有该部位一个月，便会有 75%的成功率呢？当然这曾经是正确的。但在二十四年前，是否有人想到这一点呢？下这种(this)赌注今年(this)是否会赢？

所有对季节性所做的商品分析，都会衬托出看似明确的型态，实际上却只是纯粹机率问题。如果机率并非其成因，而过去的季节性型态有真正的预测能力，则交易将变成单纯的下赌注，而让机率操纵一切。但是经验与常识非常正确地告诉我们，世界并非如此。面对季节性的说法时，一个人所能做的便是利用常识与个人经验与证据，判断究竟机率或隐藏的秩序是否为较佳的解释。统计推论必须用相关的证据加以评估，因为没有任何权威可以宣告它们是正确的或错误的。

人当然不应该抱持着病态的怀疑。向我展现某种型态，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它在过去的二十五年每年都重复发生，则一定会吸引我的注意力，你可以向我展现许多十之八、九的事件，那又如何呢？我也能利用乱数表办到这一点。当你遇到所谓“必胜术”或“我去年如何以 50 美元赚进 864000 美元”，则季节性牵扯其中的机率根高。

季节性的谬误极具诱惑力。我们都倾向于这些小样本所得到的结果，并高估结果的重复性。人们怀有恶名昭著的倾向，即在预测事件的结论时，将其视为先前许多尝试的最常见的结果，即使该过程应属于随机性质者。

情况可能十分棘手，但你永远必须用常识来对付它。你摇扑满，掉出四个一毛钱。下一个掉出来的铜板也是一毛钱的机率是多少？机会很大。因为大多数人都存一毛钱。现在你查看铜板上的日期。它们完全相同。下一个铜板也是同日期的机率有多少？机会不大。很少人会在扑满中收集相同发行日期的铜板。同样的证据，不同的解释。

一般而言，你应该假设过程是随机的，除非你有很好的理由认为它并非如此。否则，你可能落入心理学家所谓“不具代表性的谬误”(the error of nonrcpresentativeness)中，这可能是所有人类直觉中最为荒谬者，也是成功交易员必须学习加以抗拒的直觉；季节性的神话便是这种谬误的主要例子。

即使真正的季节性型态也不太可能奖赏任何人。比方说，一般人相信股票市场在每年年初有上涨的倾向，这称为“元旦效应”，而他们认为情况多半会发生。或许它是如此。但是，这里可能有陷阱。一个不会如此发生的年份可能抵消了曾经如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此发生的所有年份。

根据心理学来交易

有些人企图用实际价格的历史判读型态，却没有考虑到市出现该价格的背景过程。我认为，交易乃人们对无法控制的事件的反应(有些例外，最明显的是政治干预)。价格是透过买卖双方之互动而形成，有些人因此而辩称，价格是由人们所决定的。除了极短的时间，情况并非如此。然而这种看法非常普遍，足以聚集一股商品思潮，将市场心理视为指导原则。

市场心理专家会说，留意其他人的行为。让我们看看谁是多头，谁是空头，他们交易的积极度如何，玩家整体而言是正在进入市场，还是离开市场。因此，成交量、未平仓合约数与这些统计数据的各种组合，便成为普遍的预测工具。比方说，很多书籍告诉你，价量剧增比价涨量缩更具多头意义。

但是，让我们假设某一位台湾的亿万富翁读了赖利·威廉斯的作品，发现了季节性交易的必胜术，因此在一天之内买进了一万口糖合约。现在，价格上涨了，成交量上升了，而未平仓合约数也增加了。这是该期货转变为多头的征兆呢？我非常乐于与它对赌。利用成交量与未平仓合约数预测商品价格，就如同以跑道上的人数预测赛马的赢家。

有些机构，例如明尼苏达州的“多头评论”(Bullish ReView)、肯萨斯市“普查公司”(Consensus Inc.)与“市场风向”(Market Vane)，定期地测量与公布各种心理指数、Psychological indexes)。后两者基本上采用民意调查法，测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量大多数交易员偏爱的市场方向；后者则企图分析市场反方面交易员的组成(composition)。民意调查专家每个礼拜会查询经纪公司对各个商品的意见，根据调查来建立心理指数。当一半以上的交易员偏向买进，则该项商品的多头共识(bullist consensus)读数便会超过 50%。如果几乎每位接受访问的人都想买进，则该商品的多头共识读数便会接近 100%。

在交易时，如何利用这些多头共识读数并没有明确的法则。然而，其背后的哲学却绝对是反向的：简单地说，当每个人都认为某项商品处于涨势(他们称之为超买)，则它一定值得考虑卖出，而如果每个人都认为某项商品处于跌势(超卖)，则它一定是买进的好时机。这种反向观点对强悍的交易员尤具吸引力。他自认为精明勇敢——所谓我与整个世界对抗，另外，多头共识指数非常容易遵循；商品根据其多头的程度按秩序排列，所以基本上只是卖出多头者，买进空头者。虽然如此，这里还是存在着一个问题。反向交易者始终在涨势中卖出，而在跌势中买进——市场的主要趋势出现时，这种交易方式保证他会站在错误的一方。非常有趣地，多头共识报告在多头市场中始终都保持很高的读数。

有人似乎觉得奇怪，这种测量出来的共识读数始终与市场最近的走势保持一致，但是这有十分单纯的解释。首先根本没有所谓的多头共识或空头共识。在任何时间，期货市场的共识程度都是 50%——恰好是 50%。不多也不少。多头部位与空头部位必须永远平衡。因此，所谓多头共识读数 80%，只是意味一件事：多头热衷表达，而大多数空头不是不愿意表达意见，就是错误地陈述其真正的部位。你是否能猜测为什么在多头市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场放空的人不愿意坦白——甚至在事后也如此？这是一则老掉牙的故事；成功者有一千个父亲，失败者则为孤儿。

在运用群众心理法预测价格方面，其他普遍的变形是利用政府单位定期公布的《交易员承诺》(Commitments of Traders)，该报告的制作单位是“商品期货交易委员会”(The Commodity Futures Trading Commission)。报告会显示，每一种商品未平仓合约数的组成，而将其划分为几类：商业用途、避险用途、大型交易员与小型交易员。该报告除了维持一群官僚的就业机会，并没有明显的经济功能。然而，分析师却殷切地期待统计数据的公布，他们认为该报告能够透露“聪明资金”的流向。

聪明资金可能存在，也可能不存在。但是没有明确的证据显示，商业用途或大型交易员——整体而言——会比小型交易员占有显著的交易优势。事实上，如果情况如此，便太令人讶异了，因为这显然有内线，而且任何短暂的优势也将为交易员部位的变动而消除。《交易员承诺》报告本身的正确性便值得怀疑，因为商业用途、避险用途与大型投机者之间的定义划分便十分的模糊，更别提其他方面了。某些机构甚至依据该报告建构衍生指数，并提供受确认的案例加以说明指数对交易决策的有效性。但你不会听到任何未经确认的案例。

聪明资金并不是新的概念，而且多少可信。毕竟多数的人都认识一些远较我们精明的人。然而，聪明资金的假说应该客观地测试。但是，在我所知道的范围内，尚无任何人提出经过统计之健全检定的结论来支持此一观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“多头评论”是以反向思考团体为诉求对象的顾问机构，它公布的指数称为“交易员承诺指数”——根据（交易员承诺）报告中各类的数据而编制的一种武断公式。“交易员承诺指数”是设计用来辩认商业资金的流向，其前提为商业用途者的判断通常比较正确。如果我们要测试“商业用途者看法比较正确”（commercials know better）的假说，应该不会太困难；因为我们有很多的历史资料。即使该检定能够显示商业用途者稍微比较精，则结果本身便深具意义。

在商业部位即等于聪明资金的前提下，假定你发现商业用途者确实要比小型交易员具有显著优势；换言之，该假说受到确认。现在，假定根据商品分类来区分这种优势，而你发现相当的变异——在大豆与活牛上有正面的优势，而在柳橙汁上有负面的优势。从此区分中，你会提出什么结论——单就未来将采取的行动而言?

比方说，你是否会因此而推论，在大豆与活牛商品上，和聪明资金一起下赌注便有正面的预期。而和聪明资金下赌注于柳橙汁，则会有负面的预期？如果这是结论，则为何不进一步地推论，在柳橙汁上和聪明资金的部位反向操作，便是正面的作法呢？为什么不用全部的火力押赌注呢？

> 这“柳橙汁”是该法则例外证明。在此市场中，你根据商业部位而逆向操作，则不会犯下太大的错误。
>
> ——“多头评论”就柳橙汁所做的评论

对不起，“多头评论”，什么法则？你整个哲学所依据的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前提是，商业用途者为一群精明(smart)的家伙。当然你不会要求我们接受混合式的假设吧？现在你告诉我们，有两种型态的商业用途者：精明的(smart)商业用途者和愚蠢的(dumb)商业用途者。但是，请告诉我们，为什么你认为柳橙汁商业用途者应该如此愚蠢，而其他市场的商业用途者却如此精明？难道你自己不会感到有点(little)奇怪吗？

让我告诉你答案吧。你对柳橙汁商业用途者的脆弱论证，是因为他们在近年来两次大多头走势中，均遭到轧空。但是，你不会了解的是，这两次多头市场都是突然出现的——一次由于霜害，另一次则是意外的收成预测—而这些事件令商业用途者与小投机客一样不知所措。尤有甚者，如果你做一点基本面的调查即可发现一项事实，而它会使你的理论沦为笑柄：商业用途者在冬季前始终持有庞大的空头部位，单纯的理由，小投机客害怕放空。商业用途者站在市场的空方会收到相当的保证金，仅仅因为他们有时候会受霜害所困，这根本不能(absolutely nothing)证明其敏锐性或他们在未来的正确与否。

根据群众心理来交易当然有其诱人之处。它很迅速、单纯、不需要太多的输入，而且运作有效时，则可以提升自我——对于无思考能力的人而言，这是美妙的支撑。我诚心诚意地欢迎群众心理的信奉者来进入交易圈，因为他们将成为交易界的定期奉献者，而且绝不会花费精力探索原因。

我并不完全排斥心理学的方法。利用纯粹的直觉力量击败市场，我们并不能排此可能性。我认为交易员可能发展出某种“触角”，足以感受到短期涨跌，藉以配合市场因为买卖力道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而产生的走势。我不全然排除这种可能。另一方面，我不曾看过任何人，单单利用直觉而能够一贯的成功。某些场内经纪人——在交易所内执行买卖指令的人——宜称他们拥有至胜的优势，仅仅是因为他们接近活动现场。我本人不曾接近活动现场，所以不能判断这种说法是否正确。场内经纪人确实拥有优势，他们几乎不用支付佣金，而这正是我们场外人士企图击败市场的主要成本之一，但是，我认为，场内经纪人也有一般交易大众所保持的所有坏习惯。

不久，我将讨论处理不确定性的理性方法——多数人并非天生就具备这种思考方式。有无数的理论讨论如何击败市场，但几乎每一种理论都可以轻易地获得确认或验证——如果这项确认是其理论所需要。巫医在曙光下跳着太阳舞，便足以说服其信徒，他可以使太阳上升。但是，如果有一天早晨他晚起，则可能陷入阴暗。市场是完全不能击败的，这种看法应该予以保留。视其为一种假设，尽管我们希望找到相反的证据。任何看起来可以产生正面净效果的理论，我们不仅应该好奇，也应该保持适度的怀疑。

有太多的市场大师正在搜寻证据，支持其先入为主观点，而他们一定可以找到这种证据。注意那一些企图否定其自身理论的人，因为唯有难以否定的理论，才具有真正的力量。

零和游戏

商品的利润不象来自于天空的慷慨雨滴；你必须由你的双手付出。我们知道交易以整体而言，是以亏损为前提，因为这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一场必须支付佣金的零和游戏(zero-Sum game)。交易员只有在他们之间将资金做重分配，而没有其他的来源引入资金。交易员不仅在玩自己的资金，而且在做一笔交易时，还必须以佣金的方式“支付号子”。因此，每位交易员——不论其能力如何——开始便处于不利的条件下。不利的条件是否十分显著则仍待考证。不提别的，赢家至少必须以相当大的幅度击败市场，才足以支付其本身的佣金。

如果市场纯为随机漫步——也就是说：价格是以完全不可预测的方式变动——则每位交易员只要玩得够久，预期一定会亏损。因此交易类似于轮盘(roulette)游戏，转盘上的“零格”便代表佣金。我们应该保留“市场属于随机漫步”的假设为可能者，尽管有强烈的证据显示情况并非如此。市场上每年都有大赢家出现，这和现象本身并不足以否定随机漫步理论。我们所讨论的是成千上万的玩家，而巧合会扮演其角色。不论是否为随机漫步，平均交易员的期望值是零，外扣他交易生涯中所累积的佣金——这是严肃的现实。

回归

纯粹机会的过程受到统计学家所称回归法则所支配的。对于为纯粹机会所支配的情况，如果不能体认回归的运作，则可能导致错误的结论。

飞行训练学校的指导员，根据心理分析师的建议，采取了某种政策，即每次在成功的飞行演习之后，即赞赏学员的表现。这种政策实施了一阵子，指导员认为，过度赞赏演习表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

良好，通常会导致下一次表现欠佳。在不能体认回归运作的情况下，指导员放弃了赞赏的作法。而对优劣表现一视同仁。

有人告诉我，这是真实的故事。士气又如何？是否优秀者应该加以惩罚，而不佳者应该奖励？当然不应该如此。指导员未能体认的是，演习中的各项表现大部分受到机会的支配，就如同交易员在其交易过程中所遭遇到的一连串输、赢，也大部分是由机会所支配——值得注意的现象是：在一连串胜利之后所产生的高度信心，以及在一连串失败之后所产生的失望。有时候我们自觉像天才；有时候则觉得像笨蛋。事情的真相是：我们可能只受制於大回归的体系。

所以，很多市场行为属于随机性质，即使是顶尖的交易员，也可能遭逢长期的回归结果。犹如回归意味机会，没有回归现象则意味非随机性。赢家与输家的长期绩效是否会回归于零值呢？今年的赢家是否在明年同样可能成为输家？答案是非常确定的，不会。长期而言，少数赢家会展现相当一惯的胜利——虽然其一贯性无法与大多数输家一惯的失败相提并论。如果市场绩效单单由机会所支配，则赢家与输家的名单将不停的变化。但是情况并非如此；交易绩效中没有明确的回归现象。这种不平衡的资金重分配实际上如何透过交易行为而产生，仍有待观察。很少有人认为，这种重分配是极端不平衡的。通常被引用的数据显示输家约占 90%到 99%。赢家———贯的赢家——是十分罕见的品种。但是，他们在市场中获胜，有时是金额庞大的胜利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场中的输家也有一贯而可以辨认的行为模式。根据我个人的观察，我能断言有两种行为模式与商品交易的亏损有关。如果可以延伸天文学的类比，我会称这种亏损为“大爆炸退场”(big-bang exit) 与“稳定腐蚀”(steady-state erosion)。

大爆炸退场是过度交易玩家——以过少的资金从事于大金额的商品交易——的命运。交易所设定了最低保证金水准，有时候确实太低了。以最低保证金从事交易的帐户，可以在一天(one)之内输光，而以这种方式来融通其投机行为的交易员，不能期待他们会安度几笔交易。如同在轮盘上尽其所有孤注一掷的赌徒，只要犯一次错误，过度交易便列入历史记录了。过度交易者并没有给自己一点机会。就像市场新手，不会对高融资 (leverage) 的负面多加思索。他的交易生命十分短暂，无法支付充分的佣金，其贡献或多或少直接成为累积奖金。

观察过度交易的愚行后，我们学习了什么？事实上，非常少。人们可能会说：让我们观察过度交易者的行为，然后反其道而行。但是，这种做法无效。过度交易并无反向操作的策略；过度交易在镜子里的影像仍然是过度交易。而且，既然赌徒偶尔能赢得巨额赌金，那为什么要冒险站在这场具有庞大报酬赌局的对立立场？我们从过度交易学到教训，并不是为了要模仿，而是要安静而感激地接受他对累积奖金所做的捐献，而赢家可以从此支领利润。

在观察稳定 (steady) 输家的习惯之后，我们可以因此而得许多教训。在这里所观察的玩家，他有充分的智慧求活命，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却没有充分的智慧退场。在明了过度交易随时可能带来的爆炸风险，稳定型输家则采取保守的策略，防止谷物的突然歉收或货币的突然贬值，他不会因为资金问题而被迫出脱部位。稳定型输家维持其习惯，定期地将新资金投入其帐户，支应其不断腐蚀的帐户余额。

犹如先前所指出的，玩家间的财富重分配，回归并非主要因素。赢家与输家之间的划分方式具有明确的非随机性。输家有持续亏损的倾向，而且亏损的速度还非单纯的机会所能解释。如果亏损是纯粹的机会问题，则亏损率将由佣金费率决定，因为获利的交易的亏损的交易会趋于平衡。我所建议的是：习惯性的输家拥有亏损的技巧（losing technique)，该技巧确保其所得到的结果，将远比用单纯的随机交易技巧所得到的结果差。不要笑！这是绝大多数交易员所要面对的讽刺——他们握有锐利武器，却笨到指着自己。他们是如何办到的呢？透过一些完美坏习惯的培养。

亚历士·艾尔德博士(Dr. Alex. Elder)是一位神经病专家，也是位交易员，对于交易员的惯性亏损心理有独到的见解。他认为，惯性亏损交易者与市场间的罗曼史，就如同酗酒者与酒之间的关系。根据艾尔德的看法，亏损者能够停止亏损，除非他能以戒酒者面对烈酒时所采取的方法，来面对自己的问题。

每天早上在交易前，我会坐在办公室的报价机前面说，“早安，我的名字是亚历士。而且我是输家。我具有输家的特征，而我的帐户会因此而遭到严重的财务损失。”这就是重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的会议——它使我专注于首要的原则。即使当天我从市场上赚了数千美元，第二天我仍然会说，“早安，我的名字亚历士，而且我是输家”。

是否有方法控制惯性输家“亏损的能力”呢？理论上是有。然而实际上，这涉及一些极诡异的计划。就让我们变得诡异吧。假定我们组织一个交易小组，其成员是由我们所认识最一贯的差劲交易员所组成。现在我们要求这个小组去做交易，其唯一的目标便是亏钱。让它变成一场交易竞赛——世界杯亏损赛——并承诺一笔巨额奖金，给一年之内最大的亏损者。如同他们想要获胜却始终失败，现在这些惯性的输家在他们想要亏损时，是否便会亏损呢？

一点机会也没有。他们会赚钱，仅因为他们想要亏损。这项明显矛盾的理由在于：虽然这些惯性输家的目标(objective)改变了，追求该目标的行为(behavior)却没有改变。面对尝试亏损的诡异目标，惯性的输家会尽快攫取亏损的机会，因为认赔了结有立即的满足感。同样地，在获利的交易上，他们会避免获利了结，因为直觉会告诉他们要拖延。

就纯粹的技术角度而言，企图击败市场的交易员，其所能采取的最佳策略(如果能够执行的话)，莫过于对所有惯性输家的一切交易采取“对做”(fading)的策略。如果你审视典型商品经纪商的帐户，挑选出所有未平仓的亏损(open trade losses)，并且在自己的帐户建立起相反的部位(opposite position)，持有这些部位一直到其他客户平仓，则你会讶异于匿名输家(losers anonymous)的集体力量。你将获胜，因为你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无法不赢！

悲泣的游戏

如果认赔是非常不舒服的步骤，输家是否会因此而持有亏损的部位直到合约到期呢？事实上，不会！某些交易员十分顽固。只有在合约到期才出清亏损的部位。总之，大部分的亏损交易会随时结帐，只要交易员丧失耐心，或再也无法面对其帐户的未平仓亏损。非常讽刺地，每当市场转向有利于亏损的交易者时，惯性的交易部位通常会在这时候了结。如果你忍受某个亏损的部位一段时间，却发现市场反转有利于，在损益两平或赚取小利之下了结的诱惑，是非常难以抵挡的。不用说这通常是非常拙劣的行为。

即使交易员以些微的亏损出场，他也会发现，等待反弹(如果他要卖出)或等待回挫(如果他要买进)相对于一开始就设停损认赔，在心理上要容易接受得多。我要现在出场或等待市场拉回呢？交易员行为轻率时，这种困境会折磨他们，对于不采用停损策略的交易员而言，犹豫会永远伴随着风险。没有计划的交易将耗费你的精力，使你不能专注于真正的工作——寻找机会。

大抵而言，交易员不喜欢使用停损单。其中的一个理由是，如果停损价格恰好为不利于交易部位小幅价格波动的极值，则伤害会累积成侮辱。在市场中设定停损单，十分类似于牙医填补蛀牙：等待比钻牙更难受。凝视停损单遭到触及绝不是一件有趣的事——却是与市场保持安全距离的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好理由。

你不想使用停损单吗？嗯，有时候你是正确的，并且能因此而获得某种满足感：坚毅并占有优势的满足感。但这并不是在商品中致胜的方法，此处所有“感觉很好”的行动都将不利于你的帐户。人天生乐观，所以普遍不愿使用停损单的现象，在心理层面上是很容易理解的事。故意准备接受亏损是错置的、悲观的、非人性的，却是正确的——这便是大多数交易员无法(never)在商品上致胜的理由。

一只蝎子想要渡河，但是他不会游泳。他于是问一只青蛙，是否能搭在蛙背上过河。

“你会螫伤我”，青蛙说。

“螫伤你并不符合我的利益”蝎子说，“因为我会因此而溺死”。

青蛙思索蝎子的逻辑，觉得无懈可击，于是答应蝎子搭在背上，勇敢地渡河。渡河过半时，青蛙感觉背上一阵刺痛。蝎子还是螫了他。他们一同沉入水底时，青蛙哀叫着。

“蝎子先生，你为什么要螫我呢？现在我们俩个都要死了”。

“我情不自禁啊”蝎子回答，“这是我的天性”。

——“悲泣的游戏”(电影，1992 年)

基本分析者与技术分析者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赢家与输家都支付相同的佣金，其金额则相当可观，对于经常做交易的人而言更是如此。资金从输家流向赢家。在赢家扣除佣金之后，其剩余的金额仍相当庞大。这是如何发生的？

赢家究竟是以比较好的资讯或是采用比较好的技术击败市场，这仍然是没有结论的问题。技术分析与基本分析这两个名词，在商品的讨论中不断出现，所以我们对其定义应该十分明了。在实务上，交易员可能综合采用技术分析与基本分析。然而，就价格变动的本质而言，这两种交易哲学奠基于完全不同的信念。

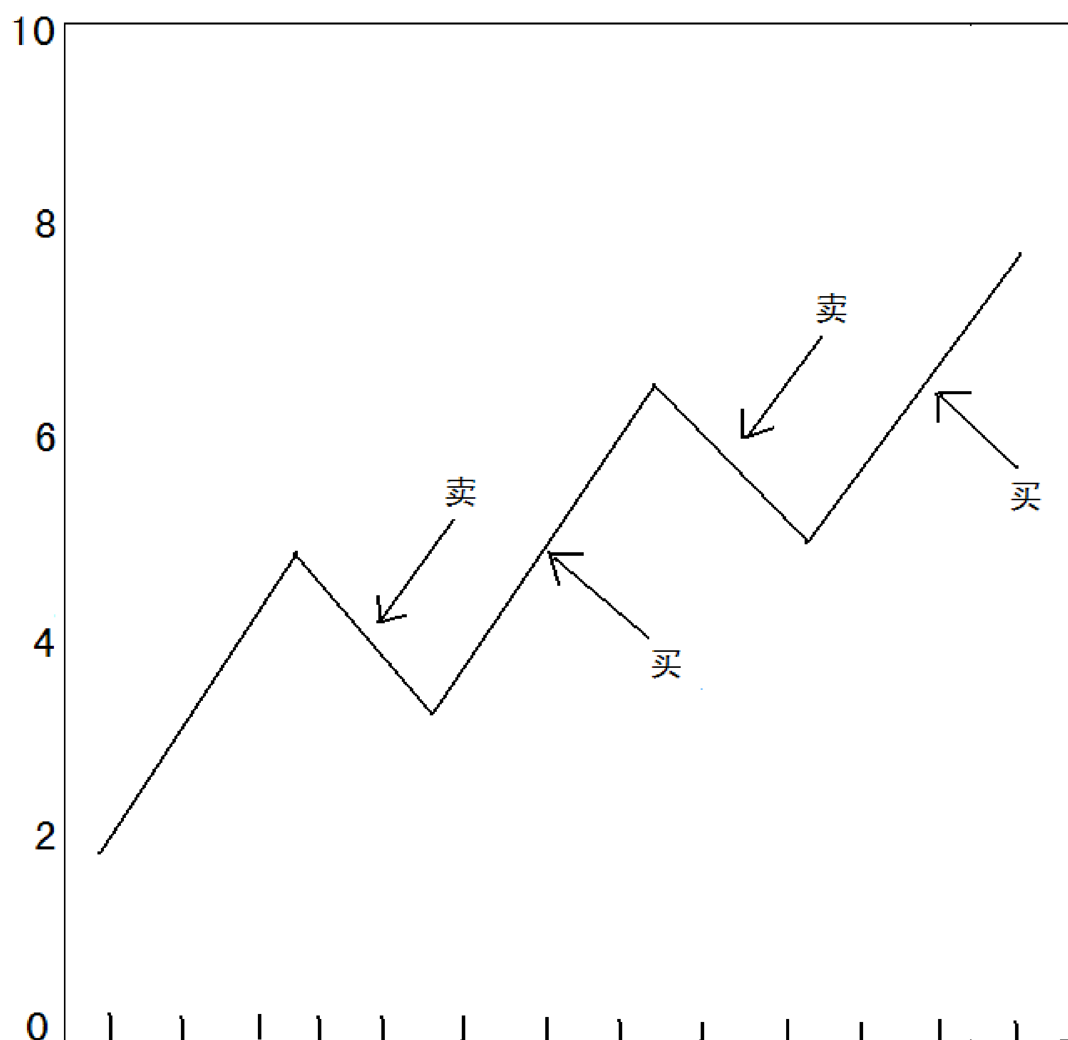
基本分析交易员认为，未来在基本上（independent）不受过去所影响，因此他非常关心经济情况与当前的事件，不特别关心价格图形。技术分析交易员认为，未来深受（highly dependent）过去所影响，因此最好根据最近的价格记录来预测，而不需要关心经济的现况。就哲学（虽然不完全恰当）观点而言，我们是在讨论自由意志（free-will）与决定论（determinism）。

首先考虑基本分析的意义。我想我们都会同意，价格最终必定会反应供给与需求的情况——供给面的紧缩可以使蔗糖价格从 6 美分上涨到 45 美分，在过去的二十年，便出现过两次这种情况。但是，人们可能会提出问题：这种多头市场是根据什么方式演变的呢？当蔗糖价格以极不规则的波浪向上攀升，其价格图形是否仍然可能在技术面（technically）上符合随机漫步的原则呢？用另-种方式来说，商品价格出现巨大的走势时，技术面交易员是否无法加以利用呢？很少人会认同这种可能，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但我就是如此。至少，我不会排除这种可能。记住，技术面交易员会忽略基本面；他必然随时准备放空，就如同他随时准备做多；他可能在震荡走势中不断地两面挨耳光，即使市场走势十分明显也是如此。我并没有说，他会（will）两面挨耳光，我只是说，这是可以想像的。

图 3-7 市场会跟随基本面的变化而反应，但会使技术面交易员困扰。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设某一位技术面交易员采用了对称的策略；当市场从低点反弹到某个程度，他做多，并持有该多头部位一直到市场反转到某个程度，然后他出清该部位而放空(图 3-7)。这是根据市场趋势所拟有纪律的交易方式，却呈现亏损，因为他多、空两面都操作。在持续的涨势中也是如此。对于基本面交易员而言，如果正确地预测了市场的方向，他就不大可能发生亏损；他可能偶尔被迫停损出场。但仍会抓住市场的大部分走势——他当然绝对不会放空。

重复投掷一枚六面形的骰子，并登录其结果。一枚公正的骰子，它出现 1、2、3、4、5 或 6 的几率均相等——皆为 1/6。如果骰子出现 4、5 或 6，则在纸上向上一单位画一点。如果骰子出现 1、2 或 3。则在纸上向下一单位画一点。连续投掷骰子，直到有足够的点数构成图形。这一组结果必定属于随机漫步。因为骰子每一次出现的结果，绝对不会受到过去结果的影响。但是，如果该骰子是灌铅的骰子，它出现 4、5 或 6 的几率稍高于 1、2 或 3。则其结果便不再是随机漫步了。然而，客观的观察者将无法辩识这种偏差程度。对他而言，结果仍然是随机漫步——除非偏差程度过大——他因为缺乏资讯无法利用这项偏差。

对于知道骰子有偏差的玩家——亦即拥有基本面讯息的玩家——而言，这种游戏并非（not）随机漫步。他可以利用其知识而下注在正确的一方。某些学术界人士认为，如果股票与商品价格为（are）随机漫步，则任何致胜的方法皆纯属运气。根据上述的比喻，我相信情况未必如此。随机性可能存在于观察者迟钝的眼中，基本面交易者则可以在明显的（apparent）混乱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格中获利——如果他们在基本上是正确的。

这种交易员如何能获得此类的基本面资讯呢？考虑一些可能。那些服务于大型谷物公司的黄豆专家——例如，行销专家——对出口订单或谷物出口的资讯，使他们在价格预测上享有绝对的优势。我们大口咀嚼着三明治时，若干猪腩专家可能正潜入冷冻库，计算着肉条呢。

在所有商品中，可能都有这种型态的“内线”优势——亦即，每一种商品都有一群内行人，他们拥有一般大众所没有的资讯优势。这当然是合理的解释：内行人击败外行人。我认为，它虽然合理，却非实情。在市场交易时，所谓的内行似乎不会比其他一般人表现好。举例来说，农人对谷类价格的判断，即以拙劣而出名。肉牛饲养者对牛肉价格的判断也奇差无比。外汇交易员总是在外汇投机上造成重大亏损而愧对银行。服务于实质商品圈会孕育出内行的虚伪，和与其相互配合的顽固，以及在避险伪装下的亏损。

在《谷物商》(The Merchants of Grain)一书揭穿国际谷物企业的阴谋，唐.摩根(Dan Morgan)同意商品交易的内线观点：

真相是，实际从事实质商品巨量交易的场所——日内瓦、温尼柏、渥太华、巴黎、伦敦与莫斯科——才是价格决定的真正场所。在交易所发生的一切，告诉了我们供需双方的变化，而这种变化通常都已经发生了。场内交易的生活比一般人刺激而且多采多姿，但这只是派遣到战场的佣兵式生活，指挥官则在遥远之处监视整个战场——指挥据点可能在“卡基尔公司”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Cargill）的小麦、玉米与大豆柜台，或在远方瑞士，“大陆公司”（continental）的地点室。

这是令人沮丧的情况——如果是真的话。摩根希望我们相信，特权集团控制着谷物价格，其他人只是忙于参与游戏的傀儡，游戏的结果则早有定论——我们输，他们赢。这不是真的。谷物市场的大赢家通常是外行人。我们时常讨论 1972 年小麦秘密销售到苏联的事件。这可能是唯一有文献记载的案例，在此事件中，内行人比外行人拥有更大的优势。这种案例并非不会再发生，它们可能。但是，这些事件如此罕见，所以在实务上，我们可以忽略。

事实是，成功的投机客是各种商品的赢家；他们在所有的市场中均获胜，虽然不是在同时间之内。某一年可能是大豆，其次是黄金，再次则是任何有行情的商品。赢家也会遭逢亏损，但获利金额使其亏损变得十分渺小。成功的投机与任何商品的专业知识或内线消息，并无多大关连。实际上这是了解如何以有别于一般群众的角度去解释新闻，而以不同的角度观察世界的问题。比方说，优秀交易员学习如何镇定地接受各种荒谬的箭矢——而不会变得愤怒与无能。

我在市场中所见过的所有大胜利，皆可追溯而归因于对经济基本面的正确判断。大行情并非意外所产生者。举例来说，交易员根据牝猪的繁殖习惯，正确地判断猪腩未来的供给不足，他所拥有的优势必然凌驾技术面交易员根据图形所预测者，因为基本面分析师会正确地偏向市场的多方。另外有两项因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素有利于他。他可能会将资金集中在此单一部位，因为好的基本面观点并不会天天出现。同时，他会倾向于长期持有该部位，因为基本面的发展需要时间来运作。

预测走势是一回事，如何藉此而获利则是另一回事。市场走势可能十分舒缓，对重要消息的反应很迟钝。市场可能耗尽交易员的耐心，甚至可能迫使他因为沮丧而出脱该部位，而这恰巧发生在其判断受到确认之前。

尤有甚者，影响某商品供需情况的真正力量，可能超越交易员的知识领域。可可豆交易员所依赖的农作物预测来自于“豆荚计算者”，他可能接受了贿赂、酩酊大醉或只是懒惰而提供不正确的资料。就结果而言，交易员是否应该为可能的错误资讯而避开可可豆商品呢？我不认为如此。人应该以接受自然伤害的态度来接受不正确的资讯，而参与游戏。反制不佳资讯——或不正确分析——的方法，是以技术面的交易纪律支援所有的交易部位，所以预测不论何等拙劣，也不会形成严重伤害，或造成提早退场的结果。这意味：不可不采用停止单就在上升走势中粗心大意地放空；不可以对市场“再宽容一天”，这会演变成一个礼拜或再一个月；不可以为了无益的权威感而逆势摊平。

技术分析师认为，价格数列绝不是随机漫步。他势必如此，因为没有其他正常理由足以解释其所做所为。在某些情况下，这种观点是有根据的。毕竟，如果输家所遭逢的亏损，超过纯粹机会所能解释的范围——不采用基本面资讯——则是否应该反向操作呢？但是要根据什么来反向操作呢？我讨论过人们不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愿意认赔的自然倾向，以及输家是如何地屈服于这种倾向的。

交易员坚持亏损交易的理由，源于他在市场建立部位之后(after)，其态度中所固有的确认偏差。人类的头脑比较容易接受支持该部位的新资讯，而比较不容易接受反对该部位的新资讯，所以判断力已经受到扭曲，交易员所坚持的亏损部位，如果将其视为崭新的交易，则必然会加以拒绝。所以我们可以这么说，一般交易员可以坚守趋势——只要趋势不利于他。

输家所普遍拥有的习惯是，他们在建立部位时，会采用下跌买进、上涨卖出的方式——表面上看起来是无害的倾向，因为短期价格走势似乎是随机的，但是这种习惯很危险，因为它透露了交易员逆势操作的倾向。在今天价格下跌时买进，你的活牛合约价格比昨天买得便宜，令人有舒畅的感觉。舒畅是没错，却具有误导作用，因为今天的价格下跌，可能是下一波主要跌势的开始。任何趋势持续发展的机率似乎比较大，即使在短期之内也是如此。市场有普遍认同的信念，等价格下跌再买进或价格上涨再卖出，这种作法比较安全，而不在顺势行情中买、卖。人们高估了“买低”策略的成功率，而低估了“买高”策略的成功率。这是优秀交易员能够利用的反直觉(counter intuition)策略。买高而卖得更高，在心态上十分难以接受，因此它极可能是有效的。

我非常高兴与几乎任何的商品帐户对做，而仅依据机率的理由，不去看其帐户的内容。在任何时间，典型商品帐户所包含的部位，将拥有巨额未了结的交易亏损，而非巨额未了结的交易利润。它同时可能包含若干伪装式的对冲交易，例如做多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四月份白银(巨额亏损)。而放空六月的白银（微薄利润)，这显示交易不愿意接受现金余额的实际亏损。不愿认赔的明确偏好——这是一种假象，即亏损未实现之前，还不是亏损——是惯性输家的标志。

由于相反的型态——迅速认赔而获利持续成长——远为罕见，这显示它是致胜的方法。因为它是如此地违反直觉，所以顺势交易在心理层面上是很难处理的。经常认赔出场、偶尔获利了结——即使金额十分庞大——并不是容易养成的习惯。遭到一连串亏损的交易员，在大行情来临时，尤其难以抵挡迅速获利了结的冲动。为什么？因为这种行为所带来的感觉十分美妙。然而，美妙的感觉无法持久；事后回溯，错失大行情所带来的痛苦将远远超过一连串的小额认赔。

既然来自持续逆势操作的惯性亏损，让亏损不断累积，有极可观的系统性。因为有系统性，它便可以——或多或少——透过反制策略予以压制。必败的系统就如同必胜的系统一样有用。你所必须做的只是颠倒规则。颠倒规则意味顺势操作。但是要衡量纯粹顺势系统可能带来的报酬，则需要广泛的测试。你当然不可能从不断对商品界献金的人那里得到此项资讯。你也不可能从宣称运用系统的基金操作者那里得到资讯，因为他们有特殊理由而不愿意说明。

总之，以资金重分配的方式来看，资金的确稳定地从一大群的输家流向一小群的赢家，因此长期而论，运气并不是交易绩效的重要因素。价格出现剧烈变化时，纯粹的顺势操作者未必能获利。真正的巨额利润乃是保留给能够正确判断市场基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面的人，最大的利润则归属于基本分析者，他们不仅判断正确，并且采用良好的技术纪律支援其交易部位。

评估技术交易报酬的方法之一乃是假设有一套系统(system)，它包含了颠倒典型亏损交易员所可能采取的逆趋势行为，然后以广大的商品种类以及充分的时间长度测试系统的有效性。并就其价值——这意味任何系统的价值——做出合理的结论。

在下一章，我将详细讨论技术交易的内容，并不是因为我特别相信这种交易方法，而是因为它是大多数资金经理人、大多数商品基金与大多数严肃的交易员所偏爱的技巧(the favored technique)。虽然我说系统应该如何加以测试，但我并没有推荐(recommending)这套系统或任何其他系统，而只是测试典型的系统。我所希望回答的问题是：系统化交易的获利性如何？报酬与其所涉及的风险是否相称？读者应该注意，如果系统化交易有明显的获利倾向，则这项发现本身便足以否定价格变动的随机漫步假说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

期望

知识与经验

如同读者目前所推断的，以长期绩效而言，我认为基本面交易法会胜过技术面交易法。虽然如此，我仍准备给技术面交易应有的机会，在本章深入讨论。

但是，首先就基本分析说几句话：就基本分析交易法而言，你必须具备特定市场的实际知识。有关某个市场的实际知识，只可能来自于该市场的交易经验。所以，新进的交易员——即使他想要学习——如何能在最初的交易中获得成功？答案在于专注于纪律而非见解。

缺乏经验的市场新进交易员，最好是以保守的方式从事交易，以换取时间，并从实际交易中学习一些纯理论或“纸上交易”所无法学习到的内容。从这方面而言，在技术面交易员的系统方法中，有些内容对没有经验的交易员是非常有用的。我说“有些内容”，是因为我并不赞成初学者采用纯粹机械式的技巧进、出市场一这种方式不可能学习到任何有关基本分析的知识。技术面纪律之所以有用，在于其所采纳的法则，只要能适当地遵守，交易员便不容易在长期陷入亏损——即使对于不具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备任何基本面知识的初学者也是如此。纪律可以防止草率鲁莽，而不会在没有考量风险的情况下建立交易部位。

技术面交易是有计划的交易，或许缺乏想像力，但包含有效的纪律，因为它违反直觉。在某种意义上，技术面交易可以克服情绪上的弱点，将交易简化成单纯的数字游戏。稍后我会说明，基本分析的见解是伟大交易所不可或缺的条件（sine quanon）。但我们暂时不考虑这个论点，让纯粹的技术面技巧有所发挥，并且评估纯粹技术分析者所能获得的合理报酬。在统计上，我们要说明在行为上所观察者为何——赢家是趋势的追随者(followers)，而输家是趋势的对抗者（fighters)。

技术面交易法对部位的执著远不如基本面交易法。在主要趋势中所涵盖的若干逆势走势，会促使技术面交易者——但基本面交易者则不会——反转其部位。技术分析者倚赖的是方法，而非灵感。从技术分析角度而言，一贯地运用一种方法或系统（system）则为关键。一段时间之内，系统交易者会执行多笔交易，这些交易中的任何一笔单独交易，都不会明显影响其整体绩效。

我在前面曾经说过，惯性稳定型亏损者的亏损速度超过机会所能解释的范圈，原因是颠倒了强有力的武器——迅速获利了结而让亏损持续累积。即使是惯性亏损者，他们心中也知道逆势操作是必败的策略。虽然多数人皆如此行为，但很少人会承认他们是一贯的反向交易者。难道他们无法察觉他们的行为与其所宣称的信念之间的矛盾吗？可能不是。但是智力是一回事，情绪则完全是另外一回事。交易员不仅会否认他们的恶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

习，还会为自己掩饰真相。永远不要期望交易员会精确而详细地说明他的商品交易记录。如果交易员夸耀他去年的交易成果，则他很可能只是勉强地付清佣金而已。如果他告诉你损益两平，则他可能亏损不少。如果他承认亏损，则可能已接近破产了。

技术交易系统一设计

我答应要提出一套交易系统，它涵盖习惯亏损者的所有行为——只是加以颠倒。为了避免重复提到“系统”或“方法”我称它为“驱使者”(PLODDER)(这里并没有蔑视的意思，而是要提醒各位，所有技术交易系统都属于尾随性质，而非领先者)。

使用“驱使者”系统是为了认赔与延伸获利，这听起来似乎极为寻常。概念可能十分平常，但要将概念转变成明确的行动计划便不如此。比方说，下列问题必须加以考虑，因为它们是任何系统都得回答的问题：

——什么原因导致部位的建立？

——什么因素触发部位的出清？

——所有讯号都要加以反应吗？

——交易何种商品组合？

这些问题没有绝对的最佳解答，这如同没有一套主要系统能一贯地超越所有其他的系统。在设计系统时，你必须订定交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易法则，它们应该尽可能普遍使用，所以任何结论大抵上是相互关联的——所以你能够就系统交易做出普遍的推论

我认为，有四个条件可以使系统趋于严密。而且能够根据其测试结果而做出一些有意义的推论。第一个条件（我在此只谈论多头部位——对于空头部位也一样适用）是在强势中买进；唯有市场力道十分明确时，才应该建立多头部位。

条件一：顺势

强势市场被界定为市场创某种新高价，它可能是每周或每月的高价，或穿越移动平均线，或其他条件。市场创新高价时，在强势市场应该投入多头部位。

这样就建立部位了。现在我们需要一项法则来界定部位应该于何时出清。技术面策略是奠基于变动中的价格型态，因此我们必须让市场决定部位何时结束。让市场决定多头部位的出场点，而该出场点又成为新而相反空头部位的进场点，这是符合逻辑的结论。如果多头部位有出场的技术面理由，则应该也有技术面的理由放空。弱势市场应该以强势市场的方式加以定义。这导出第二个系统法则。

条件二：界定对称的讯号

继续持有多头部位直到市场呈现弱市为止，弱势必须根据一组界定强势的客观准则加以定义——每周或每月之高价。或是其他条件。这时候，多头部位将予以了结，而建立空头部位。

第三个条件是测试该系统的普遍性。“驱使者”使用的法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则应该适用于所有的商品市场。我们可以安稳地假定，所有的市场都具有相同的行为，而不应该假定每一个市场都有其本身轮廓或特征，因此需要一套它本身的修正法则。设计附属法则处理特定市场中可辨认的“特性”，其观点颇具吸引力，却完全没有根据。作为预测式，任何有关“驱使者”的有效结论，必须来自于期货市场各种商品的普遍适用性(general applicability)。交易法则中存有太大的转圈余地，足以创造出特别的(ad hoc)系统，这种系统享有高度的历史绩效，预测价值却极低。我希望避开杂烩式的法则，其中活牛采用 10 日移动平均、糖采用 15 日移动平均，黄铜则采用指数平滑的平均。只要有足够的转圈空间，我可以设定一套适用于任何价格图形的法则，包括乱数在内。法则除非能够涵盖期货市场中的所有商品，否则对它进行测试只是浪费时间。法则要适用于整体商品是强制条件。

条件三：普遍性

交易法则必须适用所有市场，其建构的方式不可以参酌将用来测试该法则的资料。

交易系统要符合逻辑，其最终条件是在运用上有一贯性。所有的交易讯号都须执行，不能有选择，也没有例外。系统就是系统，终究还是系统，技术分析者必须全盘接受或毫不接受。所有商品一定会出现大规模而有利可图的行情，技术分析者必须确定没有忽略任何大行情，或透过其本身的“偏见”排除这种行情。

条件四：一贯性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易法则必须在所有的时间中，在所有（该法则所涵盖的）市场内都可以运作。

系统的价值只能做宽义的判断，因为样本如果太小，很容易导致欠缺代表性的结论——通常是非常有利的结论。关于系统普遍的抱怨是，它们在有明显趋势的市场中运作得很好，但在振荡激烈的市场中便没有用处。这是正确的。但是，提出这种批评，是因为不了解系统交易的特性。非常自然地，价格展现大幅走势时，顺势操作法比较能获利；而市场只是在拖延时间时，顺势操作便无法获利。但是，我们没有任何方法判定振荡剧烈的市场在什么时候才会转变成有趋势的市场。因为我们对未来没有任何概念——除了统计的概念。

有效的系统取决于它在有利期间与不利期间的运作净绩效，以及该系统在所有商品上的平均绩效（averaged over all commodities）。如果“驱使者”被判定为成功的系统，则在顺境中将能大步迈进；而在逆境中能坚守阵地或稍作退让。企图预测它能够有效运作的时间，只是纯粹的猜测，甚至可能是相当笨拙的猜测。“驱使者”随时有的正期望是多少？这是真正的问题所在。虽然它会起伏，但是否永远有向前迈进的胜算呢？如果情况并非如此，便没有理由投入市场——永远地。虽然我们预期“驱使者”或任何系统都可能出现相当期间的停滞或挫败，但以能够在市场上存活的系统而言，仍应具有稳定的正期望值（positive expectation），在这种情况下，如果要选择日期作为测试该系统的起点，则任何时点都一样。

技术交易系统——操作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了展示“驱使者”的操作情况，让我们观察历史记录中的实际价格数列(表 4-1)。这是 1980 年 2 月份的猪腩期货合约价格，涵盖期间从 1979 年 10 月 8 日到 12 月 14 日。这些价格也呈现在标准的条形图中（图 4-1)。该期间与该商品均无任何特殊之处。我们有价格数列，所以能够就现在所定义的交易法则而澄清其逻辑适用性。

表 4-1 “驱使者”操作系统应用在 1979 年 10 月到 12 月的猪腩资料。(数字来自连续数列而且会和实际成交价有数位上的出入)

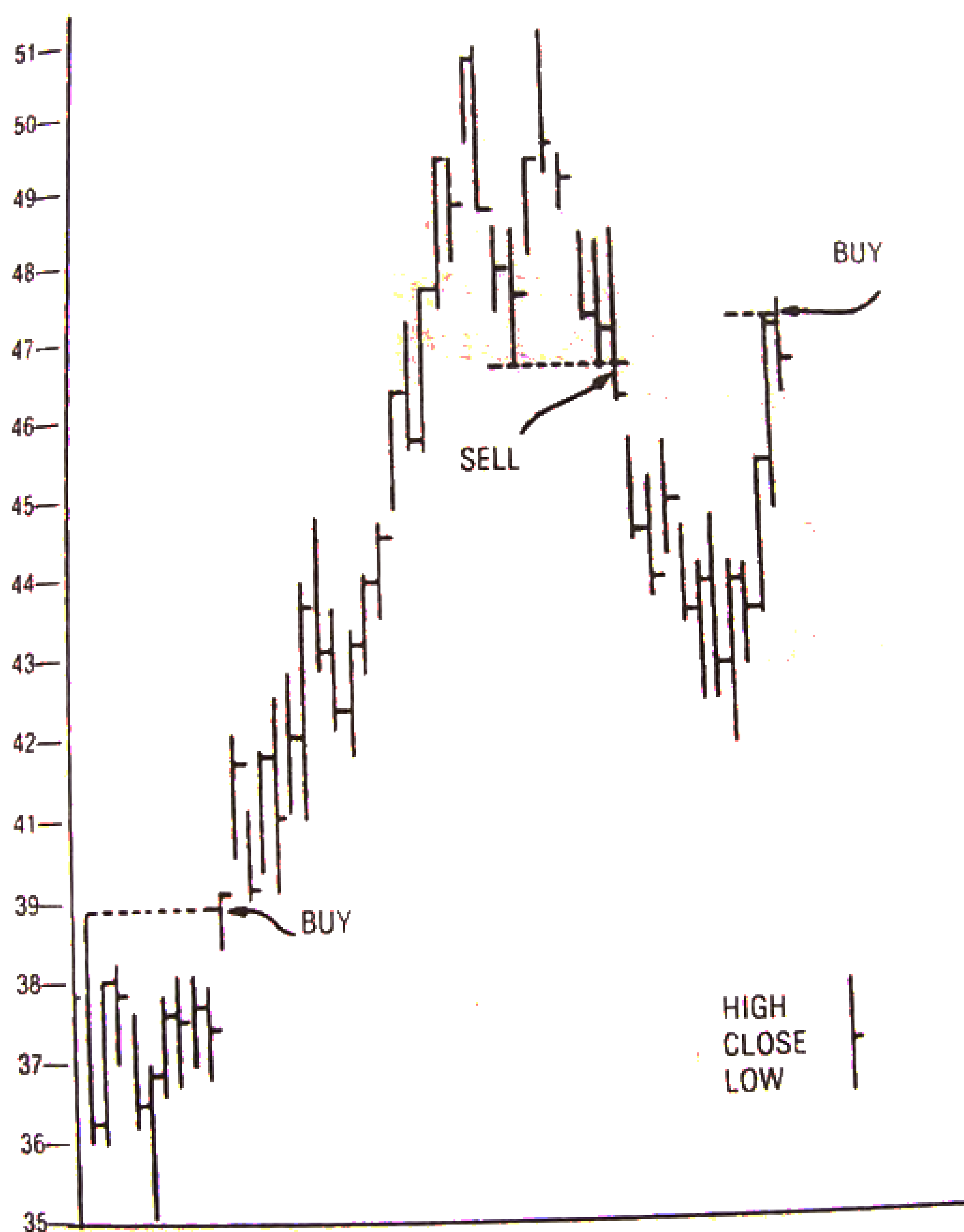
日期		开盘价	最高价	最低价	收盘价	备注
月	日					
10	8	37.27	38.72	37.22	38.57	
10	9	39.12	39.55	36.57	36.67	
10	10	36.92	38.77	36.47	38.77	
10	11	38.67	38.87	37.67	38.52	
10	12	38.02	38.17	36.87	37.05	
10	15	36.37	37.57	35.42	37.42	
10	16	37.62	38.42	37.12	38.22	
10	17	38.22	38.62	37.22	38.17	
10	18	38.02	38.67	37.62	38.32	
10	19	38.02	38.37	37.22	37.97	
10	22	39.02	39.97	39.02	39.97*	*在@39.57 转空做多
10	23	41.07	41.92	40.47	41.62	
10	24	40.77	40.87	39.62	39.82	
10	25	40.22	41.67	40.22	41.62	
10	26	41.77	42.30	39.87	40.70	
10	29	40.97	42.57	40.80	41.77	
10	30	42.57	43.77	40.77	43.50	
10	31	43.32	44.67	42.52	42.85	
11	1	42.52	43.32	41.92	42.07	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日期		开盘价	最高价	最低价	收盘价	备注
月	日					
11	2	42.07	43.07	41.67	42.97	
11	5	43.22	43.97	42.67	43.82	
11	6	43.97	44.45	43.32	44.27	
11	7	44.97	46.27	44.75	46.27	
11	8	47.07	47.17	45.57	45.65	
11	9	45.85	47.65	45.47	47.65	
11	12	47.97	49.65	47.57	49.65	
11	13	48.97	49.47	48.20	49.00	
11	14	49.97	51.00	49.97	51.00	
11	15	51.27	51.27	49.00	49.00	
11	16	48.57	48.72	47.27	48.00	
11	19	48.07	48.57	46.62	47.65	
11	20	48.17	49.65	48.12	49.65	
11	21	50.87	51.37	49.45	49.85	
11	23	49.37	49.72	48.82	49.25	
11	26	48.37	48.38	47.25	47.25	
11	27	46.57	48.62	46.47	48.02*	*在@46.57转多做空
11	28	47.87	48.22	46.02	46.02	
11	29	45.52	45.67	44.17	44.22	
11	30	44.47	44.92	43.57	43.67	
11	3	44.17	45.37	44.02	44.62	
12	4	44.37	44.37	43.20	42.20	
12	5	42.37	43.77	42.10	43.62	
12	6	44.17	44.37	42.12	42.30	
12	7	42.37	43.97	41.62	43.62	
12	10	43.57	43.77	42.65	43.17	
12	11	43.62	45.17	43.37	45.17	
12	12	45.27	47.17	44.67	47.02	
12	13	47.27	47.32	46.12	46.87*	*在@47.27转多做空
12	14	46.12	47.12	45.67	46.75	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 4-1 10 天高价/低价反转系统



假定最初拥有空头部位(我们必须从某处开始)，只要在随后的交易日未超越其前十天的最高价，则继续持有空头部位。上述条件发生时，则回补空头部位，并建立多头部位。只要任何一天的低价不低于其前十天的最低价，则继续持有多头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部位。因此，“驱使者”的法则是“趋势方向”的及“对称”的，而且随时持有某种商品的部位。我们之所以选择十天，而非九天或十二天，则纯属随意——稍后我会讨论这个问题。目前则专注于“驱使者”的操作机能。

现在观察表 4-1，假定最初在 10 月 8 日持有空头部位，而该位在 10 月 22 日之前都没有问题，但当天的价格超越了 39.55 的价位。由于其前十天的最高价位是 39.55(10 月 9 日)，我们首度遭遇反转的情况，必须回补空头部位，并建立新的多头部位。这时候，将 39.57 视为执行价(execution price)与反转价，是相当合理的，因为开盘价低于(below)反转价。如果开盘价高于反转价，则执行价应该为开盘价。

如果“驱使者”是即时运作者，则递送到交易所的指令将是，“1979 年 10 月 22 日，买进两口二月份猪腩@39.57 停止”。其中的一口合约是用来冲销先前的空头部位，另一口则用来建立多头部位。在实务上，每天要递出停止单(stop order)，尽管大多数停止单在收盘时未被执行便会自动无效。身为技术交易员，你永远不希望停止单会遭到触发，因为在那时候，市场走势一定会不利于你所持有的部位。

现在，“驱使者”做多猪腩，则应该注意每天的低价，每天的停止卖单设定在其前十天最低价的下方一档处(最低价格变化的单位)。最后在 11 月 27 日，设定在 46.60 的停止卖单遭到触及，部位反转。在当天，开盘价低于(below)反转价，所以开盘价被视为执行价。

继续持有新的空头部位，我们发现下一个反转发生在 12 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13 日。依此方式多空操作，继续进行。给予充分时间，“驱使者”将产生一连串的交易结果，我们能够根据结果来研究其净获利与变动性。

我相信读者会同意，“驱使者”符合我先前所提到的四项条件，它们是任何设计适宜的交易系统所不可或缺的要素。重述其重点如下：

方向(direction)——反转点位于每日高价或每日低价，所以交易部位都是在正的市场动能情况下设定的。

对称(symmetry)——多、空部位的设定采用相同的标准。

普遍性(universality)——交易法则的推演不参考任何特定资料。

一贯性(consistency)——随时持有交易部位，所以不会错失任何大规模的趋势。

这就是方法。现在来看看结果。要从“驱使者”导引出任何统计上有效的结论，我们就不能只使用涵盖十周期间的猪腩合约。我们需要的结果系来自于更长的期间以及广泛的独立商品项目。以使各种商品的结果能够直接做比较。我建议将所有的盈亏数据，依照部位设定时的保证金额度，而用百分率来表示。如此可以回避许多问题。

首先，不同商品的合约，其总金额的价值差别极大，使每口合约的比较变得没有太大的意义。其次，以保证金为基准，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有不同波动幅度各类商品的交易，才能够直接比较。比方说，糖与欧洲美元的交易，若以合约价值为基础做百分率的比较，比较不恰当，因为糖每天的波动通常高达合约价值的 4%，而欧洲美元合约的波动幅度仅为上述百分率的二十分之一。

虽然保证金是做比较(comparisons)的合理基础。但它并不是估算投资报酬的适当基础。如同我稍后将要说明的，以近于最低保证金的水准从事交易，是致命之举。

以 1980 年 2 月份猪腩合约的交易为例，其价格是以每镑值多少美分来表示。合约规模为 40,000 磅，并假定其保证金大约为 1,500 美元。“驱使者”第一笔交易所产生的获利金额为：

(46.57-39.57)x 400=$2800

表示成保证金之报酬率则为

2800/1500=187%

同理，第二笔交易所产生的亏损为：

(46.57-47.27)X 400=$280

相当于报酬率：

280/1500=-18.7%

在猪腩为期十周的期间，只完成两笔交易，其转换率较正常所预期的比率低，在有趋势的市场中，这多少算是不具有代表性的期间，如果将“驱使者”的期间延伸到两年半，则转换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率将大幅提高。

为什么要选择两年半的期间呢？只因为可供我运用的资料涵盖了这一段期间。“驱使者”的研究刊载于《稳操胜算》的第一版，研究的执行时间是 1982 年，当时历史资料的取得远比目前困难。因为“驱使者”是设计用来说明持久且普遍的真理，从本资料库所做的推论应该仍然有效。

假设性的盈亏数据，依其发生时间的先后秩序，列于表 4-2。将其加总，则净获利率为 691%，或 277%的年获利率（这项报酬令人印象深刻——暂时以最低保证金来表示）。当然，“驱使者”的获利累积型态虽然极不规则，但在猪腩商品中仍有净获利；帐户净值出现巨幅波动，连续亏损的金额足以比拟最后的净获利数据。

“驱使者”运用在其他商品时，我们看看其情况如何。猪腩 277%的年获利率是否会重复出现呢？同样的分析涵盖了十种最广为交易的商品（表 4-3）。这十种商品都是传统的非金融商品，包括谷物、肉类与热带产品。各位必须接纳我的保证，这十种特定（particular）商品并非预先选择，藉以构成我所希望的结果者。

为了有利的结果而预做筛选，是某些研究者的共通错误，他们希望有“伟大的理论”得到确认，所以读者要留意目前我所要呈现的这类型结论。我希望提醒各位，我并不销售任何系统或任何公式型的工具，因此没有任何特定结论是我预设的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-2 应用“驱使者”系统在猪腩为期两年半的资料上，所得到以最低保证金为基准的赢亏百分比率。注意净值大幅度波动十分类似最后的净利。

交易	收益率(%)	收益率累加	交易	收益率(%)	收益率累加
1	-21	-21	22	106	-282
2	130	109	23	-76	-385
3	-93	16	24	-81	-439
4	21	37	25	-67	-506
5	-95	-58	26	83	-423
6	-64	-122	27	-71	-494
7	24	-98	28	524	30
8	-72	-170	29	173	203
9	-97	-263	30	81	284
10	86	-177	31	257	541
11	-71	-248	32	-21	520
12	45	-203	33	-220	300
13	-21	-224	34	81	331
14	-35	-259	35	-161	220
15	94	-165	36	-62	158
16	-22	-187	37	-132	26
17	-56	-243	38	199	225
18	-88	-331	39	-155	70
19	-58	-389	40	41	101
20	44	-345	41	590	691
21	-43	-388			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-3 “驱使者”系统检定两年半的资料所得到各种商品的平均年报酬率。以保证金的百分比率来表示平均报酬率，结果非常惊人——这也是商品文献大量宣传的理由之一。

商品合约	合约价值	保证金（$）	年平均报酬（$）	保证金年平均报酬率（%）
猪腩	18000	1500	4150	277
生猪	10000	750	2770	307
活牛	30000	700	30	4
黄金	40000	2500	10550	432
铜	25000	1000	7000	700
糖	20000	2000	4400	220
可可豆	30000	1500	3600	240
咖啡	60000	4000	42300	1058
大豆	35000	2000	7700	385
小麦	18000	750	1260	168
			平均：	385

“驱使者”交易系统的测试，结果在所有十种商品中都呈现净获利，虽然绩效的差异极大——从活牛微薄的 4%到咖啡豆巨额 1058%。结果仍然是十种商品出现十个赢家。商品的平均报酬率为 385%。

个别结果之间的差异又如何？当然，如果我们选择咖啡豆，而放弃活牛，那就太美妙了，但这是后见之明。我们若因此而认为，“驱使者”在本质上比较适合咖啡豆交易，而不适合于活牛交易，这种认定是不正确的，因为研究期间结束时，活牛可能即将发动一波巨型趋势，而咖啡豆可能转成棘手的走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势。

“驱使者”的研究结果最好是以整体来看待，而不要考虑盈亏来自于何种商品。换言之，该结果应该视为来自于一般商品市场（gcneralized commodity market）的结果——如果有任何结论，则适用于一般商品市场。

此处的真正问题是:“驱使者”的综合结果是否明显高于纯机会的水准。有关系统正期望值的结论，唯有在机会被排除于解释其可能性之后，才会具有价值。注意事项：就系统是否“有效”而言，永远(never)不可能有绝对的评述。这项论题只能以机率来回答。这里并不涉及任何物理学定律。当然，样本的规模愈大，结论便愈具有代表性。但是，实际的测试仍有局限。大量的资料处理十分耗费精力。另外，交易纯属假设，执行价也属臆测。研究可能内含偏颇，虽然我们已尽力排除。

如果你希望以包含外汇在内的投资组合来测试系统，而你不希望涵盖所有的外汇，尤其是那些走势一致的外汇。你不知道应该选择瑞士法郎或是德国马克。迅速浏览历史价格图，发现一段起伏剧烈的时期，你知道这将会大肆破坏顺势操作的系统。但是你注意到法郎与马克之间存有些微的差异，而使你明了如果选择法郎而非马克，则系统的绩效将明显转差，这种情况下，你会选择那一种货币做测试？如果希望获得保守的结论—你应该如此——则你会选法郎。但你极可能选择马克，因为没有人会发现你的偏颇，偏颇很快会被遗忘，结论则易于合理化。人的潜意识几乎会存在这种偏颇，而影响到你所选择的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场、测试期间、甚至系统本身的法则。

在 1987 年股票市场崩盘期间，商品市场陷入疯狂，产生极端奇怪的图形型态，伴随剧烈的震荡。很多系统的“绩效记录”神秘地终止于 1987 年 9 月，或出现在 1987 年 11 月。

技术交易系统—评估

如同我们所见的，采用“驱使者”系统的年平均期望报酬率为 385%——根据最低保证金计算。该期望值在所涵盖的十种商品均属正值。虽然这项发现极具鼓舞作用，但我们仍不知道应该给这项结果多少信赖度。我们尤其不知道这项结论与纯巧合之间有多大的距离。实验中所得看似非随机性的结果，通常会以统计学家所谓的“虚无假设”(null hypothesis)加以检定：即假设巧合是该结果的原因，除非存在有力的反证。多么有力才算有力呢？十比一？一百比一？最终，系统交易者必须自行决定。

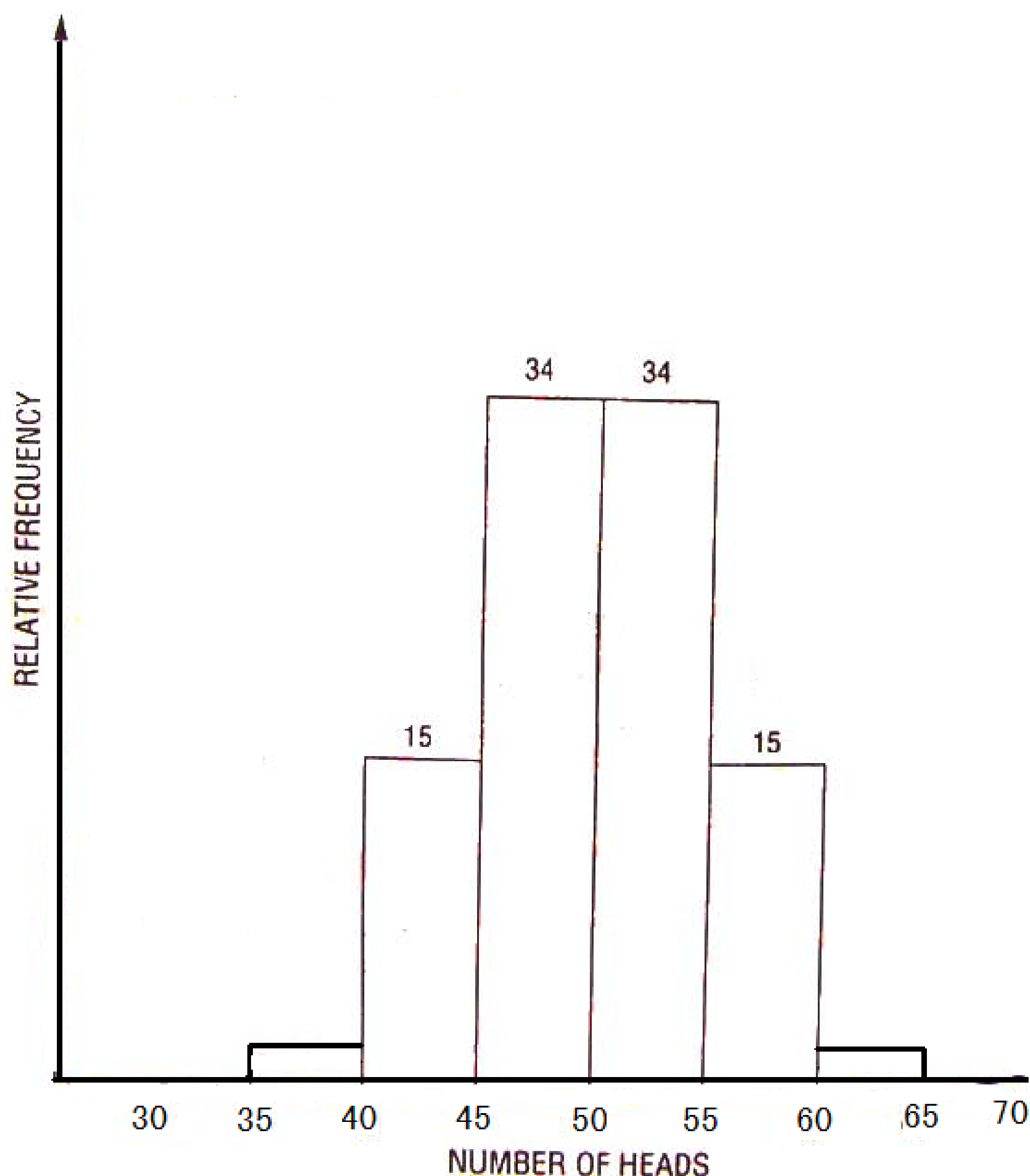
以系统检定所表示的“虚无假设”为商品价格，乃属于随机性质。如果商品价格真的属于随机性质，则我们重复采用“驱使者”系统于十个随机的价格数列，而且每次都涵盖二年半期间，其产生的平均报酬率分配会以零值为中心，因为每一笔交易获利与否的机率都相同。另一方面，即使商品价格的输入是随机的，我们也不预期结果恰为(exactly)零，因为我们投掷铜板一百次，不一定恰好会出现五十次正面与五十次反面。

如果不断重复后述实验（投掷铜板一百次），我们会得到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其结果的“次数分配”(frequency distribution)，而其平均值为五十次正面。每投掷铜板一百次，我们可以记录正面出现的次数，然后整理其结果而形成“相对次数般分配”，(图 4-2)——某事件所有可能结果的相对次数图形。

图 4-2 投掷一枚铜板一百次，并记录出现正面的次数，超过 65 个正面或低于 35 个正面的机率只有千分之一。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我们将“驱使者”的交易结果置于“虚无假设”之前，让我们继续投掷铜板的例子。假定我们希望知道一枚“未知的”(unknown)铜板是否公正，或它是否倾向于出现正面或反面，唯一的测试方法便是投掷铜板一百次。我们已经知道，有关铜板的假设只能以机率方式回答。如果投掷的结果是在平均值五十次上下十次的范围内，则视该铜板为公正的(出现正、反面的机会相同)。藉此认定该未知的铜板是一枚公正的铜板，这种推断是合乎逻辑的，虽然未必正确。

如果该铜板在一百次的投掷中出现了一百次的正面，则又如何？这种结果可能纯属巧合，但可能性非常低，所以我们几乎可以确认它是“偏颇的”(bent)。但如果结果出现六十五次的正面呢？此处很难下结论，因为六十五次已经接近公正铜板所定义的范围。在一百次的投掷中，出现六十五次正面、或六十五次反面的机会已经接近千分之一了。在某个程度，我们唯有依据机率对铜板做出任意的判断。

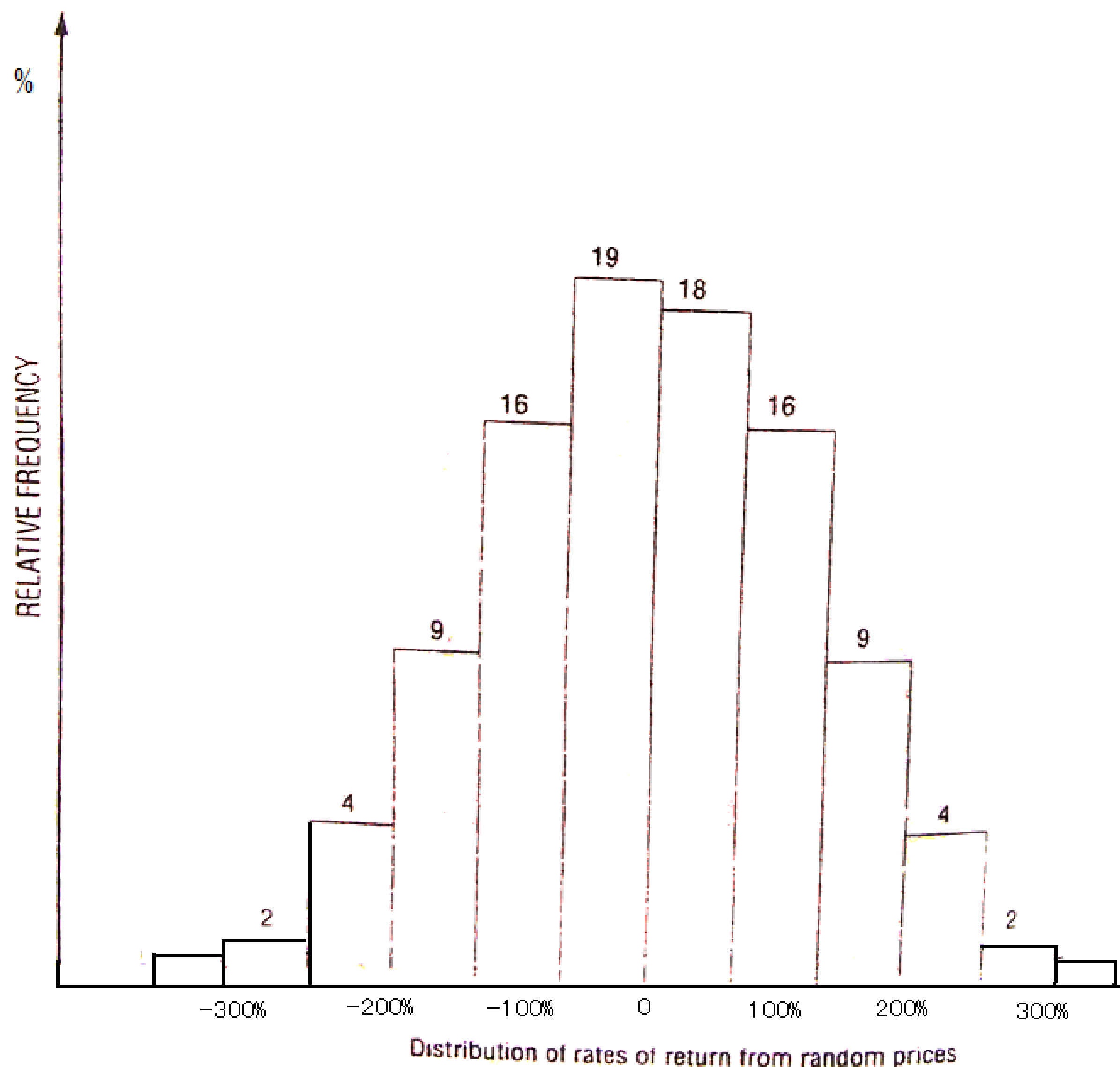
评估“驱使者”时，我们也要面对类似的问题。该系统便是未知的铜板，而我们希望判断它是正常的铜板，还是特殊的铜板。“驱使者”是否明显优于巧合，或者其实际结果385%落在可接受的巧合范围内呢？要回答这个问题，首先必须利用随机的商品价格数列，从事模拟交易，根据其平均报酬率产生相对次数分配；然后，再以“驱使者”的平均报酬率与上述之相对次数分配互做比较。

非常幸运地，具备实际商品价格每天波动性质的随机价格数列，多半可以透过电脑来产生，而且数量无穷尽。“驱使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者”的法则运用在十个这种数列之上，而涵盖期间均为二年半，则可以得到报酬率的次数分配，并且可以将它与所观察的（observed）385% 结果做比较。我们所关心的型态是平均报酬率的次数分配，它是将“驱使者”应用到已知的随机价格数列上，透过多重模拟产生，且以保证金为基础来表示者（图 4-3）。

图 4-3 “驱使者”系统出现 385% 的投资报酬率是否巧合？虚无假说表示，不可能。以随机商品价格母体展现的结果显示，其机率非常低。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如同我们的预期，结果聚集在零值周围；每一百次中有九十五次，其平均报酬率位于零值 250%范围内；在每一百次中有超过九十九次，位于零值的 375%范围内。然而，在测试实际商品资料时，我们观察到 385%的结果，它是巧合吗？可能，不过机率非常低。所观察的数值远远落在巧合的正常范围外，我们相当有信心否决“虚无假设”而采纳非随机的结论。我们可以这么说，商品价格数列可以透过技术面交易获利。

现在，我们是否可以再向前迈进一步而推论，一般而言，商品价格是非随机的？这个结论的反对理由将是，我选择用来检定的商品不具代表性，或我选择用来检定的期间不具代表性，其所表现的趋势比正常情况强烈。我们无法确认或否认这种看法。除非你的检定准备要涵盖曾经交易过的每一种期货——令人心惊胆跳的庞大工程，任何检定结果在某个程度上都不具代表性。常识告诉你够了就是够了，否则检定的过程将永无止尽地进行下去。

读者可能质疑，我为什么选择十做为“比较天数”来产生反转讯号。我选择十天的理由是为了价格数列扫描上的方便，因为价格通常是以一星期五天为单位。比较天数也可以选择八、十二、或十五天。我不认为整体结果会因此而有太大的差异。客观地界定一致的反转标准，才是确保结果可信的因素。“驱使者”用每天的价格与其先前某天的最高价或最低价做比较，但系统如果以每天价格与先前的收盘高价做比较，其结果应该十分类似。

应用同一组资料到两套系统，可能会在短期内产生非常不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同的结果。以杰克与拉利为例，两人都采用顺势操作系统，反转标准则不同。两人均放空黄金。拉利的反转买进停损单设定在 400 美元，杰克的反转买进停损单则设于 405 美元。市场攀升到 400 美元，在触发拉利停损单后立即崩跌，拉利遭到庞大的震荡损失（多、空皆然），杰克则从潜在的震荡中平安脱险。仍然持有空头部位。短期绩效的差异在长期会逐渐趋于平衡，犹如铜板正、反两面的出现次数会趋于平衡，只要投掷次数够多。但是，长期有时候会比交易员所想象的长。对系统交易结果的经验，使我达成下述结论：

所有顺势操作的系统大致有相同（same）的长期预期。

如果情况如此，建构复杂的交易系统便没有太大的意义了，而对它保密更无聊。系统之间的主要差异，并不在于反转是如何产生的，而在于反转产生的频繁程度。一套比较前五天高价的系统，其交易次数远多于一套比较前十五天高价的系统。交易频繁的系统将面对庞大的佣金支出，以及市价委托执行不利所造成的利润侵蚀。

地球上的每位商品大师与推销员，都不会同意我此处的说法；他们势必如此。他们要说服你，只有他们的系统才是特殊的。但是，事实上并无所谓特殊的系统；它们都相当类似，因为它们所处理的资讯有相同混乱的程度。并没有所谓的超级交易技术，过去未曾有过，将来也不会出现。所有大联盟的打击者都面对素质类似的投手。你是否能够想像，某位打击手的打击率高达 0.600，而其他人的打击率为 0.350 或更少呢？超级系统的观点乃源于误会，而非欺骗。虽然两者经常密不可分，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何知道这一点？我如何能够如此确定，我的结果能够代表所有交易系统的结果呢？透过观察与常识。这些是非常可靠的指导方针。

当然，我可以更改系统内各种变动的数字，一直到发现最佳的结果为止。但是为了达成此目的，我必须做何等的牺牲！为了使一项技术达到完美或最佳境界，我必须更改它，使它尽可能匹配（best fit）它所要预测的资料。这会造成系统的预测能力出现不切实际的标准。它如此的诱人，但却非常、非常不合理。

低频率的交易系统最具备成功的机会。它们不受操作者或经纪人欢迎，因为佣金费用太低了。支持高频率交易系统（亦即，对突发价格反转非常敏感的系统）的论点是，一条八天的移动平均线——比方说——其反应速度会快于一条十六天的移动平均线，所以采用八天移动平均的任何一笔交易，可能的最大亏损会比较低。非常正确。但问题在于一连串的亏损，而非单一的亏损，就此方面而言，高频率交易系统与低频率交易系统暴露在相同的风险中。如果你尝试证明这一个论点，不断检定各个系统，则你会把自己逼疯。然而，下述的例子能够协助我们澄清这个论题。

再一次地，假定杰克与拉利，各自拥有 2000 美元的资金在黄金市场中冒险，他们俩人都做多，希望多头部位能够赚取巨额利润。我们假定他们具有不凡的纪律一就商品交易员而言一他们承认其信念有失败的可能，因此从一开始便针对此可能性拟订计划。杰克以全额 2000 美元买进黄金合约。黄金合约为百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英两，所以黄金每英两如果下跌 20 美元，他便出局了。拉利也买了一口黄金合约，但仅投入 1000 美元。如果黄金每英两下跌 10 美元，他便出局。但是，他还有另一次机会，他可以等几天再尝试。拉利有两次机会，而杰克只有一次。对不对？但是，杰克在追求目标的过程中，他被停损出场的机会为拉利的两倍。长期而言，杰克与拉利的成功机率完全相同，只是机率将确保他们经由不同途径到达目的地。

现在，以“驱使者”从事技术面系统已被证明有效，我们必须审视在实际市场中，采用该系统将遭逢的实务面困难。乍看之下，它似乎有每年 385% 的潜在报酬率。但是，如同在商品市场中所经常发生的，就在你认为已经拥有某种胜算时......。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

有效性的质疑

交易的真实成本

没有根据的投机与有根据的投机是完全不同的行为。当你发现一套机械式的交易系统，它可以每年产生 300%以上的报酬，你似乎已经解脱了烦恼。人们所承诺的高额报酬率——甚至更高额——在系统的促销广告中比比皆是。然而，事实的真相是，每年 300%的成长率，绝非任何人在长时间中所能维持的报酬率；从系统交易所获得的财富永远存在于帐面上——而非事实。

但是，我刚刚才展示了一套系统，它在二年半的期间产生了这样的报酬。在前一章，我并没有讨论交易的真实成本——理论的结果与实际交易所能达成结果之间的差异。我的目的是讨论系统是否能有效运作，即使只在理论上作讨论。结论是它们可以；系统在理论是可以获利的，而且可能会以可观的方式来表示。

如果我们合理地斟酌实际交易环境中所不可能避免的一些复杂因素，则“驱使者”会有何等的变化。这里有两个潜在的问题。一是有关执行成本，它会降低每笔交易的预期获利。另一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个问题则与亏损交易的次序有关，它会使“驱使者”或任何系统从事交易所需的资本，超过交易所的最低保证金水准。

首先讨论执行成本。最明显的执行成本是经纪商佣金。不同的经纪商收取不同的佣金，不同的商品也有不同的佣金，我选择了75美元做为所有商品的平均佣金——这是一般大众支付佣金的合理估计值，尤其是小额交易者。另一项比较不明显，但非常实际的成本，发生于订单执行价格不等于停止单设定之价格。任何使用停止单的人，都非常了解这一项不幸的成本。如果委托单的执行价格与停止价格差距很大，则称为“不佳的撮合”(bad fill)。从事交易系统研究且了解交易实务的人称此项成本为折损（slippage)。

有时候这项执行折损很大，甚至使你怀疑，当停止单生效时，你的场内经纪人是否在打瞌睡。一连串不佳的撮合会使大多数正常人罹患妄想症。我们最好是以交易的自然风险来对待它们。如果在交易时，你认为场内经纪人“专找你麻烦”，则你的决策品质很可能因此而受害。

我们偶尔都会碰到不佳的撮合。当经纪人告诉你，你设定64.50的买进停止单的成本价为65.25，而你在屏幕上却看到这两个价格之间有许多笔交易成交（不要紧盯屏幕的好理由），无可否认地，你一定会非常愤怒。这种事情会发生，而交易且经验愈多，碰得愈多。

行情甚至可能直接穿过停止价，锁住停板价位。比如说，在急速下跌的行情中，你的卖出停止单设定在59.25——接近跌停板。价格在59.25—你的停止价位—成交之后，立即跌到停板

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

59.15。这不保证你的卖单会被撮合。但是应用历史资料的假设性交易系统，会假定委托单已经成交，因为系统——可怜的假设性事物——无法分辨该笔交易是否成交。更糟的情况还在后面。想想看，第二天开盘直接跳空跌停。在实际交易上，你陷入了无法脱身的多头部位。但是系统认为，你不仅在昨天的停止价位出脱了多头部位，又同时放空，而且你的空头部位还出现不错的获利。只要遇上一、两个这种错误的前提，便会大幅降低顺势操作系统的真正获利。在根据理论性的交易系统做出太多乐观的结论前，我们最好斟酌上述情况，预留余地。

适当的顺势操作系统必须配合停止单的运用；否则它便是逆势操作。每当停止价位遭到触及，该委托单便成为市价委托单，处理该单的经纪人会在场内找对手，以当时的最佳价格成交。比方说，你的买进停止单遭到触发，但当时恰好没有什么卖盘。你的经纪人必须不断抬高买进交易，直到找到卖主。这是经纪人受托的命令，也是他的工作。

在大成交量市场的典型交易日，停止单的成交价会接近停止价格。偶尔，罕见地偶尔，成交价会优于委托单上所设定的价格。你要心怀感激地接受，但不要期望会经常遇到。有时候，如果价格波动突然转趋激烈——交易时间内出现意外的消息——停止单的执行显然会不利，只因为每个人在同一时间内，要做出相同的事。一般而言，停止单的成交价不会是你希望被撮合的价格。你必须接受现实，在“纸上作业”的系统中，你必定要预留余地。

除了纯粹的停止单，另一项选择是限价停止(stop-limit)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

委托单，它指示经纪人以限价停止或较佳之价格，来执行委托单。实际上，你很少会获得更好的价格，但绝不会得到更差的价格。缺点是，有时侯你的委托单根本无法成交。一旦发生这种情况，代价通常极其昂贵。如果该委托单在限价停止价位遭到触及的当天无法成交，则它必须以远离该限价停止的价格成交，最明智的做法是在第二天开盘，以市价交易。另一项选择是等待反弹，但这可能永远不会发生。因为错失的停止单而担心受怕，将严重地影响你的心理。最好是立刻付出代价，将错失的限价停止单视为是巨额罚单吧。

单纯停止单与限价停止单，究竟何者较佳，很难断言；其长期成本可能差不多。这是一个现在支付或稍后支付的问题。如果你希望将你的愤怒均匀分配，则可采用停止单。如果你宁可一次吞服，则限价停止单才是应该使用的方法。但是，无论如何都应该采用某种形式的停止单。

有些系统则采用收盘市价(market-on-close)委托单。比方说，当你在报纸上看到收盘价为 60.60，这意味市场收盘时，进价可能为 60.45，出价则为 60.75——60.60 则代表中间价。收盘市价的买单必须支付 60.75，而收盘市价的卖单则获得 60.45。这如同在机场买卖外币，但其买、卖价差则小得多。收盘市价系统必然面对涨、跌停板，当时的交易无法执行。

每笔完整的交易会发生两次折损一买进点与卖出点。成本远较交易员所认定的水准要高得多。根据数百笔交易记录，并衡量每笔交易的折损，我对这项成本的最佳估计值为每笔交易 160 美元。比方说，在猪腩交易上，160 美元相当于 40 点——每笔交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买、卖各 20 点。如果这一项数据看来颇高，但是请记住。停止单遭到触发时，市场会朝交易员所想要交易的方向奔驰。在变化快速而不稳定的市场。成交价可能在百点以外。这需要六笔执行完美的交易，才能将平均折损降到 20 点。而且，160 美元当然必须弥补最难缠的情况——停止单被误认为已经成交时所发生的巨大折损。

将佣金(75 美元) 与折损 (160 美元)合起来，我们估计的执行成本则为每笔交易 235 美元。每个月大约产生一次反转的讯号交易系统——如“驱使者”——会使每项商品每日合约的年执行成本出现大约 3000 美元的数字。这项成本远高于平均的最低保证金。这对先前估计的报酬率影响极大(表 5-1)。该系统的估计报酬率，以保证金为基础来表示，则由 385%降到 162%。

表 5-1　在计算佣金和折损之后，“驱使者”系统所展现的平均报酬率剧降。注意在许多状况下，交易成本将大于预期的报酬。尽管如此，即使经过调整，平均的期望报酬率仍为平均保证金的 162%(最后一栏)。

商品品种	每笔交易成本	年交易次数	年交易总成本	年总收益	年净收益($)	保证金年净收益率(%)
猪腩	235	16.0	3750	4150	400	27
生猪	140	10.3	1440	2770	1330	177
活牛	100	10.0	1000	30	-970	-138
黄金	295	10.3	3040	10550	7510	300
铜	200	20.0	4000	7000	3000	300
糖	220	16.0	3500	4400	900	45
可可	270	19.0	5100	3600	-1500	-100
咖啡	475	8.8	4200	42300	38100	952
大豆	235	13.6	3200	7700	4500	225
小麦	180	14.0	2500	1260	-1240	-165
					平均：	162%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

连续亏损

还有一个棘手问题待处理。“驱使者”能够在最低保证金的条件下融通其交易，但这项假定是否切乎实际？没有任何因素可以阻止交易员，在其帐户以最低保证金来交易。经纪商所收取的保证金通常可以防止交易员，因为任何一笔交易发生严重错误而亏损其所有的资本，但保证金当然无法防止交易员一再犯错。

经纪商设立保证金，是要保护自己免于交易员的伤害，而不是要保护交易免于其本身的伤害，他们也不会建议交易员如何融通其投机行为。所需的保证金与玩家持续参与游戏——更别提发大财——所需要的真实资本金额，两者之间并无关系。交易员帐户净值始终完全被充当保证金，就会不断面临一连串的亏损——无法避免的现象——的危险。虽然这看起来十分荒唐，但你仍然会遇到交易员，因为最低保户金要求的些微差异，而不断发牢骚、抱怨与威胁要更换经纪商。

如果用基本最低保证金来融通交易是不正确的，那么切实需要多少？不可能是合约的总值，因为商品交易与股票交易的分野就是融资效果，其可以使商品成为美妙的投机工具。若积压所有的资本，根据合约价值融通交易，这种行为并不具有生产性。我们必须在两个极端之间取得适当位置。但在那里呢？我们必须在安全范围内使用融资效果，我所谓的安全，是在一连串的不幸亏损交易下，而被迫出场的机率，这应该降低到可以接受的水准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一位交易员视为可以接受的底水准，对另一位交易员而言，则可能不是可以接受的水准；跑道可以根据交易员所希望的行进速度铺设。希望提升报酬率，风险必然会增加。如何在风险与报酬之间取得最佳平衡，这是令人迷惑而无法测知的工作，而且已经耗费许多市场理论家的心智（有关于资金管理的进一步讨论，请参阅第八章）。“驱使者”的测试结果虽不具普遍性，却显示一些有关融资倍数与风险之间的关系。

在整个“驱使者”研究中，最有趣的数据可能是，每一种商品在系统操作的两年半期间，所出现的最差连续亏损（worst losing streak）或净值最大跌幅（largest equity drawdown）。再一次，纯粹为了比较方便，净值最大跌幅是以合约的保证金的百分率来表示（表 5-2）。

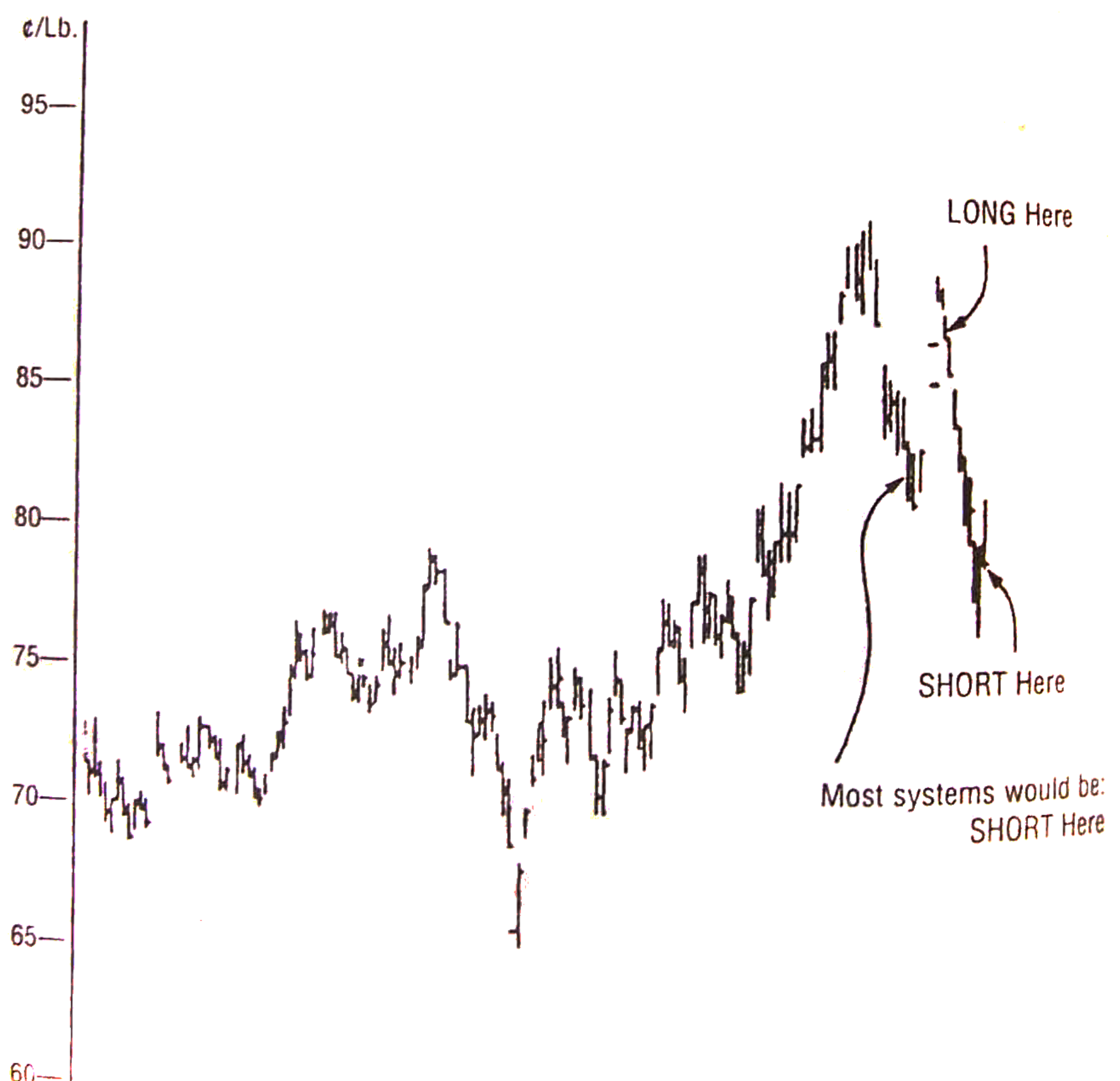
表 5-2　利用“驱使者”反转系统交易各种商品一口合约的净值跌幅，最后一拦是以最低保证金的百分率来表示最大的净值跌幅，执行成本包括在内。

商品	两年半期间的收益（$）	净值最大跌幅	
		金额（$）	保证金百分率（%）
猪腩	1,200	9,150	610
生猪	3,325	3,200	426
活牛	-2,425	9,200	1,328
黄金	22,530	15,600	624
铜	7,500	6,250	625
糖	2,250	6,800	340
可可	-3,750	17,100	1,140
咖啡	95,250	9,000	225
大豆	11,250	11,800	590
小麦	-3,100	5,100	680

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净值最大的跌幅十分可观：活牛超过 9000 美元，黄金超过 15000 美元，可可豆则超过 17000 美元。而且仅是一口合约。所有的亏损都发生在有净获利的系统内!为了显示连续亏损部位能多么快速地累积，请参阅 1982 年猪饲料报告公布后，猪腩所呈现的诡异走势(图 5-1)。这种恶性震荡走势，几乎会使所有(all)的顺势操作系统，在十天之内遭受 10 到 15 美分的损失。

图 5-1　系统交易员的恶梦



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你不会在很多书籍上发现我所刊载的这种图形。大多数书籍宁可陈示美好的排列，证实作者心爱的理论——不论它是一系列规则下降的头部，而能够以一条直线完美地连接，或是价格从交易区间美妙地突破。难缠的图形排列非常寻常。抱歉，但它确实如此。交易员如果不曾准备要处理这项现实问题，则会陷入一连串非常棘手的意外。在“驱使者”的测试中，净值的最大跌幅由最低保证金的 200%到 1300%以上。另外，“驱使者”测试的涵盖期间仅为二年半时间，如果期间加以延伸，则会出现更大的净值跌幅（larger equity drops would have to be expected)。

如果随着时间而精确地追踪帐户净值的变化，当连续亏损被获利交易打断时，你会非常讶异于净值的跌幅在不知不觉中又累积了。两次中等程度的连续亏损，夹杂着一笔获利交易，其效果要比一次大型的连续亏损更严重。一套系统所需要的真正保证金金额，应该以净值从高峰下跌到随后最低的谷底（trough）来决定。不佳交易的破坏性很少深入探索，因为系统交易员所遭遇的结果令人非常沮丧。因此在连续亏损开始时，并无警示征兆，系统交易员必须允许系统的启动时间为可能的最糟时间（the worst possible time)。不可否认地，这将非常地不幸。但是交易员必须准备接受厄运，而谨慎的交易员在交易之初便会规划其系统，以便承受未来可以预见最糟的连续亏损。

假定交易员只希望以该系统从事猪腩交易。根据“驱使者”的结果判断，只为了融通一口合约，他最好将其帐户净值维持在约 12000 美元。谁会以每口合约 12000 美元来交易猪腩？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数的猪腩交易员希望买进三、四或五口合约。即使在五口合约的情况下，交易员仍远处在交易所设定的保证金之上。大多数系统交易员并不了解他们所将遭遇纯属巧合的连续亏损之影响。如同醉汉摇摇晃晃地穿越布雷区，他们迈向粉身碎骨不可避免的无知领域。

由表 5-2 所显示的净值跌幅形态，交易员应该对每一口合约维持交易所设定的保证金额度的十倍（ten times)，这似乎是明智之举。这只是给自己一个合理的长期机会，好让他在市场上善用其优势。投资报酬率的内涵会趋于黯然，因为表面上 162%的报酬率（表 5-1）——记住，以最低保证金为基准——将萎缩到 16.2%投资资本实际预期的报酬率（a real expected return on invested capital)，它一不说别的——开始看起来有点平凡了。

分散投资，一份红利

非常幸运地，透过分散投资，希望仍然存在。如果交易帐户能够分散投资于许多或多或少相互独立（independent）的商品，则在既定的安全程度下，其保证金所需金额可以降低。比方说，如果我所研究的十项商品能够透过共同帐户融通其保证金，则它们可以相互支援，因为每项商品都有独立的连续赢、亏。如同十个人攀着一根巨木在急流中渡河，依赖群体的力量还可以勉强成功，但任何人单独去尝试，则会被急流冲失。

包含十种猪腩合约的投资组合——或多或空——与在十种商品中各有一口合约的投资组合，以净值跌幅的潜在性而言，其间有极大的差异。以十口猪腩的部位而言，帐户净值每天会呈现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剧烈波动，其长期期望值不会多于也不会低于，另一个比较波动小而且分散投资的交易帐户。集中全部资金于单一商品的帐户，在不利的巧合状况下，会变得极度脆弱。当然，这种帐户在有利的情况下，也能获得较大的利润。但此处的论点是资金的融通，而不是巨大利润的攫取。我们关心的是技术交易的融资需求，而分散投资毫无疑问地可以提升融资的倍数，而不减损其安全性。

后续章节中，我会深入讨论分散投资的内容。目前，我暂时建议以十倍保证金作为底限，融通一口(未分散的)合约在二年半期间交易所需的资金。其所隐含的报酬率(根据“驱使者”)大约为实际投资资金的 16%。在广泛分散的投资情况下，以每口合约为基础的资金需求会下降，可能会提升预期报酬率二到三倍。另一方面，我们是根据二年半的期间来讨论。多数交易员希望的交易期间会超过二年半。延伸交易期间对于商品的分散投资具有反 (opposite) 效果，因为交易得愈久，遭遇极不利连续亏损的机会也愈大。

建议系统交易员在长期的情况下，所能期待达成的目标——不论根据任何系统——大约为每年 40%左右。我用来测试“驱使者”的价格资料，来自于 80 年代中期的两年半期间，其结果陈述于本书的第一版。我看不出有任何理由必须以最近的资料重新测试“驱使者”，因为我一定会得到不同的结果，然后我必须决定这两个结果之间的差异是否具有意义。坦白说，我并不认为这是值得拼命追求的论题。

期望报酬率很可能会下降，证据显示，40%报酬率的已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不再是技术交易所能达到的水准——如果它曾经达到的话，我下此判断不仅是根据个人对系统交易员的观察，同时也是根据专业基金经理人所公布的绩效，他们几乎都宣称用某种系统操作。系统交易的报酬率不断下降，理由可能是越来越多的人参与这项敲数字的游戏——因此而破坏了彼此的目的。商品交易仍然是“零和游戏”。如果 40% 的报酬率在十年前可以达成的，目前则不可能超过 25% 。

25% 有什么不好？一点也不好。它或许不是好梦的题材，但就任何标准而言，它仍然是极高的报酬率。非常奇怪地即使是这样的水准也很少人能够达成。任何系统交易员若能够一贯地每年倍增其资本，则其于财务上的成就便可以相当于在北极着泳衣滑冰——罕见之至。

最佳的结果

在测试“驱使者”时，我任意地选取了“十”这一个数据，作为触发部位反转，而其价格所必须超越先前高、低点的天数。采用“十”作为反转数字——整个“驱使者”系统中唯一参数——我得到了 40% 的理论最大报酬率（以分散投资而言）。如果我采用的反转数字是八或九或十一或十五——而非十时，则又如何？在测试之前我就知道，每当我改变这项数字，最终的报酬率便会不同。

假定我们重覆测试“驱使者”，并根据五与十五之间每一个反转数字所得到的报酬予以记录。如果我们希望从“驱使者”得到最佳的结果，即在我所挑选的反转数字找出最大的报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酬率，并利用该报酬预测其未来的绩效。非常遗憾地，没有证据显示，变更系统参数——例如反转数字——便能够造成系统绩效的任何差异。换言之，参数之数值并不会倾向于出现最佳结果。以下引用杰克.史瓦格（Jack Schwager）的文章，他所发表有关期货的许多作品非常值得研读。

商品交易系统使用者所犯的最严重错误，或许是认定在测试期间所设定最佳参数集合的绩效，便是这些参数集合未来潜在绩效的近似结果。这样的认定会导致系统真正能力被高估。我们必须了解，商品价格具有相当的随机性。因此，丑陋的真理是：在任何既定期间，某一组参数的绩效最好，是纯粹的巧合。根据机率论所显示，只要测试足够数量的参数集合，即使是一套毫无意义的交易系统，也能在某个参数集合下产生有利的历史绩效。依据最佳参数集合(亦即，调查期间的最佳组合)评估一套系统，乃是将该系统拿去配合过去的结果，而不是去测试该系统。

比方说，假设我发现“十二”是最佳的反转数字，而对该数字以外者，其系统之绩效都迅速转差，则我非常确定“十二”具有特殊之处。但是，实际情况并非如此。如果情况如此，则十分美好，但它不是。在考虑随机性以及价格决定的混乱力量时，如果我们找到存在的最佳值，那实在太令人讶异了。一套系统参数的明确最佳值，可以使过程呈现出秩序，但实际经验却告诉我们，过程并不具备这种秩序。留意与常识相互抵触的结果。每当不可能的假设似乎经证实时，我们必须谨慎思考，是否该假设是一厢情愿的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尝试将系统予以最佳化，可以被执行到荒谬的程度。一套系统愈寻求符合其所检定之资料，其表面绩效越能提升。在决定是否予以最佳化时，我们必须考虑不正确的作法所导致的后果。如果最佳化实际上是可能的，但没有被采用，则交易员对其结果可能会欣然讶异。但是，如果最佳化乃虚构（fiction），则最佳化的程式仅是在一间黝黑的房间寻找一顶不存在的黑帽子。他们始终疑惑，为什么他的实际交易结果永远无法近似于他预期的结果。简言之，他可能会处于异常的挫折之中。

因为最佳化可以产生非常有利的“纸上交易”结果，所以它是电脑研究的良好领域。有一家称为帕多（Pardo Corporation）的公司，它销售许多最佳化系统给交易员，包括一套称为 Swing Trader 的电脑软体。如果你对猪腩在去年的最佳交易法有兴趣的话，那么我非常确定该系统可以提供答案。帕多以旁若无人的热情反驳所有的怀疑：

> 不论是否有人相信最佳化，我都会持续最佳化我的各种 Swing Trader 模式，而且我会持续让我的最佳化模式产生致胜的交易。我们会发展更有力的程式与最佳化系统，我们也会不断地销售 Swing Trader 给满意的客户，他们会大笑着一路走到银行。
>
> —The Dow Jones-1rwin Guide to Trading Systcm(1987 年)

我一点也怀疑某些人会大笑着一路走到银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系统为什么会失败

如果顺势操系统有正的期望值——证据显示它们确实如此——那么这些系统为何会失败？我所谓的失败并非指它们的结果不值其高昂的价格；我所谓的失败是指全然的失败，这也是大多数系统的下场。这是否只是单纯的融资不足、期望过高，与陷入于不幸的连续亏损呢?

在有意或无意，大多数系统操作者都会设定高于安全水准的的目标。但是，心理压力也会无情地不利于系统交易者。厌倦也是一项随时存在的危险，因为系统的运作纯属机械性质。除了最初的设计，便无任何的创造性可言。厌倦的交易员会找籍口修改其系统。在他与市场的日常接触中，他会直觉地感受某些系统交易不利于他，因为他并不是完全(complctely)孤立于经济基本面的真实世界之外。

系统的解体过程中有一定的型态。交易员开始做选择性的交易。依其喜恶采取行动，但对自己或其他人辩称他在操作一套系统。如果他在帮一群对市场稍有了解的人操作，他则会被愚蠢的建议所困扰，尤其是在系统操作不顺时，最无法抵挡批评。尤有甚者，在系统交易员内心深处，始终存在着驱之不散的疑惑，即未来可能与过去完全不同，市场运作法则可能已经改变，而其苦心所设计的方案可能注定失败。这种疑惑会被强化，放弃该系统的诱惑会变得无法抵挡。

考虑下述情况，某位操作者刚刚亏损其资本的 5%（非常正常的现象），他企图将现实的结果对自己或客户做合理的说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明。除非他完全信服于其作为的统计有效性，或曾经历练过我在此处所讨论的内容，否则他对系统的信念很可能会随之瓦解。系统需要“经年累月的研究”才能发展成功，但在眨眼之间便消失——通常没有任何的解释。依据联邦法，在公开募集基金的公开说明书与理论的绩效广告中，均须刊载一项但书。你可能需要放大镜才能阅读到其字体，但是你所阅读的内容却是最值得信赖的事实：

本系统如果运用在实际交易，其未来绩效并不保证会和其历史结果一样。

占星学家综观商品的宇宙搜寻并不存在的循环。但是，我所观察唯一有规律的循环便是系统的生死循环。它就象第一种期货合约一般古老，而以此发现(discovery)作为起点：依据具有高度趋势的历史价格数列加以检定时，某项机械交易法会产生令人讶异的结果。该法则一旦予以公式化，在“波动的”市场中，其运作的绩效便会大幅降低。这会导致修正(modification)，因而降低了在市况良好时的获利，但也降低了在恶劣市况中的亏损。

发现这些奇异交易法则的人，通常有很多时间，却缺资金。因此，必须找寻投资者。所以，接下来是包装（packaging)，然后是行销（marketing)。

当模型帐户中的最初几笔实际交易呈现获利——这可以依据明智的时效判断来达成——人们便会挺直而坐，开始注意。资金不断涌入，列车（bandwagon）向前迈进。不可避免地，严重的连续亏损发生了。投资者变的紧张，表现出怀疑的态度。当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亏损幅度（drawdown）愈来愈大，系统交易者承受了庞大压力而修改法则。在经历了特别恶劣的震荡之后，终于召开紧急会议（emergency meeting)。某些人发现，该系统在每年的这个时候似乎总是表现不佳。交易员抗拒各种批评，但挥之不去的疑惑已经萌芽。在另一次棘手的打击之后，交易员找到了暂时退场（temporary withdraw）的理由（可能是日元在史无前例的银行干预下，呈现无法控制的走势)。就在主要趋势浮现时，该系统退场观望(sidelined)。可怜的系统，当飨宴趋于热闹，它却退场了。

没有人想要说话，我们只有保持沉默（silence)。在一段隐遁期（a period of hibernation）之后，生命迹象又出现了。同时，原投资者已经悄悄溜走，所以必须找寻新对象。最后，我们到达再生期（rebirth)。一套新的系统从原来的灰烬中涌出，新法则为了纳入导致原系统失败的因素（the very sequences that led to the demise of the old system),而做了适当的调整，并因此而其备获利能力。“新改进”的系统随后冠上新的名称推出市场，由相同的交易员在不同的经纪公司中做交易。循环便告完成。

我希望读者了解，我并不是在抨击系统本身，而是在于说明人性的脆弱会使得系统无法运作。系统应该可以运作(ought to work)，数据显示这点。我所测试的“驱使者”系统具有非常单纯的交易法则，所依据的是先前十天的价格。“驱使者”所具备的单纯性便是其力量的来源。还有许多其他的交易法则或演算法（algorithms),人们可以靠它们有效地利用趋势。有些系统根据的是移动平均的穿越，有些系统则是根据动量或价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格变动率，而有些系统根据价格自高点或低点反转的百分率，任何一套系统都没有理由会优于其他系统。其他人则不同意这种见解。

狗咬狗

《商品交易者消费报告》(Commodity Trader consumers report)的发行者布鲁斯.巴郭克针对各种不同的系统，做了一项极具包容性的研究，该研究涵盖自1982年起五年间的相同资料。他将发现摘要地刊载于《道琼—欧文交易系统指南》(DOW Jons-Irwin Guide to Trading Systems)中。巴郭克的报告蕴涵着一个奇怪的前提，他认为商品交易系统能够藉消费者来测试——如同烤面包机、录放影机或轮胎。巴郭克测试了六十多种顺势操作系统，这当然是一项不具想像力，而且令人厌烦的庞大工程（如果加以严格地执行)。

在此庞大的资料处理工程之后，巴郭克得到一项令人讶异的结论：所有系统的平均净期望值（the average of all the systems)仅能勉强维持正数。事实上，如果他所采用的折损成本是比较适当的每笔在200美元，而非100美元，则整体的净期望值将会呈现负值。再强调一次，我觉得这项结果令人讶异，而我也确信这些系统的作者也会觉得结果令人讶异。该研究的涵盖范围极具包容性——十种商品、五年期间与六十多种不同的系统。如果有任何研究支持市场随机漫步的论点，这就是了！就表面上而言，巴郭克要传播这项结果是很奇怪的事，因为他是一位根深蒂固的技术交易冠军。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要成为一名成功的投机者，你必须顺势操作，不可以预测趋势。因此，要决定是否买、卖，你不需要对未来的供给与需求做启示式的预测。你不需要预测市场对最近政治新闻的反应。你所需要做的只是决定当前的价格趋势，并准此建立部位。

以高于纯粹巧合的概率来预测市场趋势是不可能的。换言之，你大可以用投掷一枚铜板来预测。非常幸运地，要成为一名成功的商品交易员，并不需要预测市场。你只需要决定趋势，然后顺势而为。

我们如何能知道巴郭克的电脑程式是否正确？我们应当给予该结果多少的信任？它和我自己的分析相互矛盾。我确信，它与巴郭克所检定之系统操作者的分析也相互矛盾。同时，它与巴郭克对市场非随机性的信念相互矛盾。我并不建议任何人花时间驳斥或确认他的结果。我宁愿找寻动机。巴郭克大费周折的去工作，是否只是要凸显其产品的荣耀呢？

没有错，布鲁斯·巴郭克设计了一套技术交易系统，它使其他六十种系统成为笑柄。他称其为“巴郭克以 2500 美元为停损的长期系统”(Babcock Long-Term System with $2500 Stop)。其他系统五年来在挣扎打滚时，他的系统却一帆风顺，其所产生的利润充分地矮化了所有其他系统的悲惨报酬。

在这项发现之后，巴郭克是否曾经用该系统从事交易呢？很显然，他曾经这么做，但仅限于纸上作业，而且是在所有合约都已到期之后。巴郭克偏爱沉思于可能发生的结果：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可能希望知道“巴郭克的长期系统”在未来一年（1987年到1988年）的表现。虽然表中(未列于此）显示亏损，但本系统很可能使实际应用它于交易中的人获利。最大的损失是由史坦普500种股价指数（S&P500)所造成的28225美元亏损，它发生于1987年10月22日。本系统在10月19日崩盘时尚能持平(人们会怀疑为什么。如果有所谓的明确下降趋势，这便是了)。但是在10月21日出现了买进讯号。在此剧烈波动的环境下，接受该讯号是太过不谨慎了。超过2500美元停损的极端亏损来自于第二天开盘的大幅向下跳空。这种不可预测的价格行为，便是此期间退场观望的理由。除了史坦普的巨额亏损，以及除去活牛市场——没有人应该利用此系统在该市场交易——整体获利为9196美元，每笔交易为可观的340美元。

是的，没错。如果铁达尼号没撞上浮冰，就可能不会沉没了。巴郭克，你认为我们是什么？在承诺以系统之错误资讯教导读者(在120页的文章中，达成了相当不错的效果)之后，你突然提出你所发展的顺趋势操作系统——一些配合曲线的杂烩式谬论，违反了你所信奉每一项健全的统计原理。

巴郭克长期系统

作者为布鲁斯·巴郭克，他是《商品交易者消费报告》之发行人(根据巴郭克的说法，该系统每笔交易的平均获利为848美元，而其他所有受测试系统的平均获利为58美元)。

“巴郭克长期系统”唯有当市场创130天高价或低价时，才会采取行动。这相当于六个月的交易日。这意味，今天的最高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价是其过去 130 个交易日的最高价。在这种情况下，则遵循下列步骤交易此系统：

1、等到第二天的收盘之后(即创 130 天高价或低价的次日)。

2、测量过去 20 个交易日最高的高价与过去 20 个交易日最低的低价两者间的差距。

3、将第二步骤所计算出来的差距加到今天的收盘价(创 130 天高价或低价的次日)。这点即为你的买进价。

4、将第二步骤所计算出来的差距从今天的收盘价(创 130 天高价或低价的次日)予以扣除。这点即为你的卖出价。

5、等待市场触及买进或卖出价。如果市场先触及买进，则于当天收盘时买进。卖出价则视为反转停止点。如果市场先触及卖出价，则于当天收盘时卖出。买进价则视为反转停止点。

如果市场价格在到达两个最初的买卖价之前，再创 130 天的高价，则重复第 1、2、3 与 4 的步骤。如果新的买卖价高于原买卖价，则新价要取代原价。如果新价低于原价，则必须变更买价。否则则维持目前的买进与卖出价。

如果市场价格在到达两个最初的买卖价之前，又创 130 天的低价，则重复第 1、2、3 及 4 的步骤。如果新的买进价低于原价，则新价要取代原价。如果......

它如此永无止尽、令人作呕地喃喃自语......，限制因子又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

堆积限制因子。听起来令人无法抗拒？读者如果希望了解完整的故事内容，可以参考《道琼——欧文交易系统指南》，共 120 页保证你不寒而傈。巴郭克，多么羞愧啊。我确信，你所知道的远不止于此。

以交易次数观察他的产品，巴郭克假设了一套系统，而其交易之次数少得离谱；他平均每年改变一种商品的部位两次。由于严格限制交易次数，并引进极多的限制因子，巴郭克因此能筛选出大型的长期循环趋势，并设定讯号利用这些趋势。降低了样本数，便会增加系统配合曲线的创造方法，其结果也因此而不具代表性。数学家称此为降低系统自由度 (reducing the number of degrees of freedom) 的数目，而任何具有学术素养的人都会认定巴郭克的预测——由如此小的样本所构成——不具任何统计意义。

做这些评论颇感遗憾。我在撰写《稳操胜算》的第一版时，并不知道布鲁斯·巴郭克其人，所以在书中并未提及他。同时，他对本书的第一版也颇多美言。现在，我怀疑他对第二版仍持相同看法。我承认，剥掉巴郭克的一层外皮，让我们觉得相当畏缩。抱歉，布鲁斯，我的职责是面对读者。你是这么写著，而我必须据实而言。

较之于拉利·威廉斯与威尔斯·韦尔达，布鲁斯·巴郭克是一位比较杰出的推销者。巴郭克与韦尔达近年来发动了一场恶劣而滑稽论战，他们现在都在商品刊物上致力于相互攻讦、挑衅、讥嘲与威胁。巴郭克隐身于《消费报告》之后，而韦尔达则获得另一份被推为看守性的刊物《期货真理》(Futures

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Truth）的支持。韦尔达与《期货真理》均经营于北卡罗莱纳州的一个城市。

在另一波疯狂的资料处理浪潮中，《期货真理》宣称完成检定巴郭克的每一套系统，并证实这些系统在近年来产生巨额亏损。这产生了一些重要的迷思，其讽刺则迷失在韦尔达与其同伴中。在所有的批评中，最佳的系统仅能勉强持平。巴郭克在测试其他人的系统时，曾经得到相当机灵的答案。如果你显示某一套系统产生巨额亏损， 你便间接地推荐了它。因为交易始终能够摆脱系统，而根据该系统的指示采取相反行动。《期货真理》在污辱巴郭克的努力中，将其贬到白痴学者（idiot savant）的地位；他们使其系统看起来如此拙劣，以致于这些系统成为非常吸引人的反向操作工具。

无以伦比的讽刺则出现在 1992 年 11 月份的《期货杂志》。该杂志宣称它检定了一百种不同的积极性交易系统，并加以排名。巴郭克的两套系统列名为过去十二个月来最成功的前十名！各位朋友，请下决定吧。

我不知道谁是始作俑者，但在某个关键时刻，韦尔达曾经要求巴郭克收回对其所有系统的宣称——否则《期货真理》将公布其所有不实之处。巴郭克自然不会遵照办理。《期货真理》目前发行了一本书籍，内容完全在暴露布鲁斯·巴郭克的不实言论——好像有人关心一样。我们获悉该书并非以获利为目的，而是为大众的利益而发行。何等的荒唐！35 美元的汇款，或寄上捐献给“教世军”的等额收据即可免费获得本书！这场商品连续剧仍在进行。请继续观赏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绵 羊

人们以各种不同的理由，将交易决策授于他人，有些人会认为他们得到了专家的指引；有些人缺乏自己尝试的信心；有些人则是自己尝试却失败了。但他们都是同一种错误之下的牺牲品。他们希望从虚无中攫取某种东西。个人没有涉足交易，而且不了解如何处理资金，而只能静坐等待。这意味他们将依据最近的结果，剧烈地在乐观与悲观之间摆动，最后多数人将丧失大部分投资，而且永远不了解原因。

人为什么会如此轻易便被说服，将资金托付给没有任何实际知识的新进者呢？部分的答案在于经纪公司强力推销没经证实的“系统”。对经纪公司而言，“生产”有至高无上的考量。几笔好交易便能为经纪人带来奇迹，而一名经纪人只要在岗位上坚持够久，偶尔也会碰上几笔漂亮的交易。

在商品圈内，坏消息是正常的，好消息则会迅速流传，快速前进的列车可以找到许多随时准备上车的人群。系统操作者如果在市场上经历过几笔顺手的交易，便会认为自己是大师，而非技师——这种形象是由高科技与秘诀所孕育出来的。对没有经验的人而言，他看起来像巫师，尤其是当系统是包装在无法理解的数学之中，情形更是如此。

对精疲力尽的推销员而言，“大师”实际上是神指派的使者。经记人寻找客户，并不是为了他们自己，而是为了那位系统操作者，他会处理新帐户，并且与资金筹募者瓜分佣金。有时候，许多不同的人会参与行动，他们希望扮演吸引“金主”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

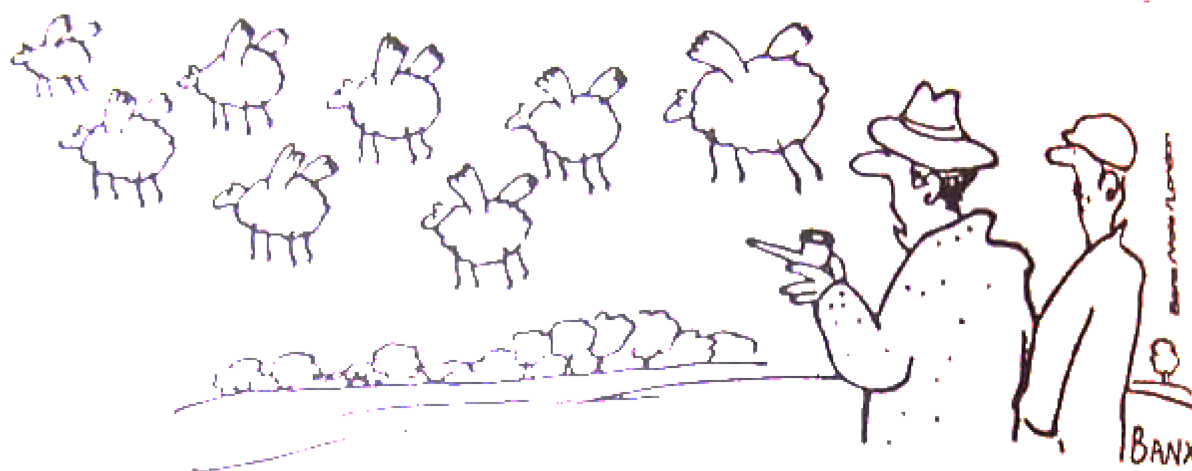
的角色，而他们的所有希望都寄托操作者的持续绩效上(这些金主不仅可以保证堂皇地失败，而且还须为此特权支付各种介绍费)。

商品经纪人为了赚佣金而行动。这是他们存在的理由(raison d'etre)，也是他们所服务之企业的存在理由。吸引资金的能力远比赚钱的能力来得重要，而真理是贬值的货币。发掘客户便是这场游戏的名称，一般客户都喜爱钻石，那么为什么不在显眼之处撒上几克拉的假钻石呢?

既然对交易系统以及操作与推销员，具有如此的偏见，为何我要花费如此功夫来检定系统是否有效呢？答案非常单纯。我觉得必须审视随机漫步理论，这将不可避免地牵入技术面交易系统的研究。对多数的交易大众而言，他们相信技术面交易是整个故事的内容。我虽然不认为如此，但必须体认其他人如此想。为了客观地展示市场所存在的非随机性，我必须说明系统交易与其获利都是可能的。我相信“驱使者”的研究已经完成了这项工作。虽然如此，我并不鼓励采用“驱使者”或任何其他系统作为市场交易的方法。

随意浏览一些老旧的商品图形——尤其是有良好趋势者——否决随机漫步理论会是一项自然的结论。“驱使者”所具有的积极绩效也是不利于随机漫步假说的因素，而且它更客观，因此是更有力的反驳。但是，我们必须面对现实，虽然我们呈现许多有关随机漫步理论的疑点，这并没有什么值得炫耀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“这就是你的羊，其中一只做什么，其它都跟进”

商品基金

许多托管的资金流入商品共同基金。他们由不同形态与才能的“交易专家”负责操作。这些基金操作的指导原则十分类似：找寻趋势、并坚守趋势，直到它们出现反转为止。

因为有愈来愈多不幸的人将资金交付给专业人士，商品基金在数量与规模上均不断提升。由于技术面交易是最重要作业方法(modus operati)——每个人都严密监视其它人的行为。以便找寻市场方向的线索——所以这种并通的注意力，导致近年来短期价格不稳定的增加(incrcase in short-term price instability)。

以长期而论，技术面交易者的行为无法影响价格，而供给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与需求的基本面力量终究会在市场中展现。然而，以短期与中期而言，价格波动的增加会继续存在。技术面交易者仅仅因为别人这么做，便无法控制地跳入市场，这种行为将不可避免地导致大幅而无谓的假突破。我们可能真正进入了“一天或二天不可思议”图形排列的时代。

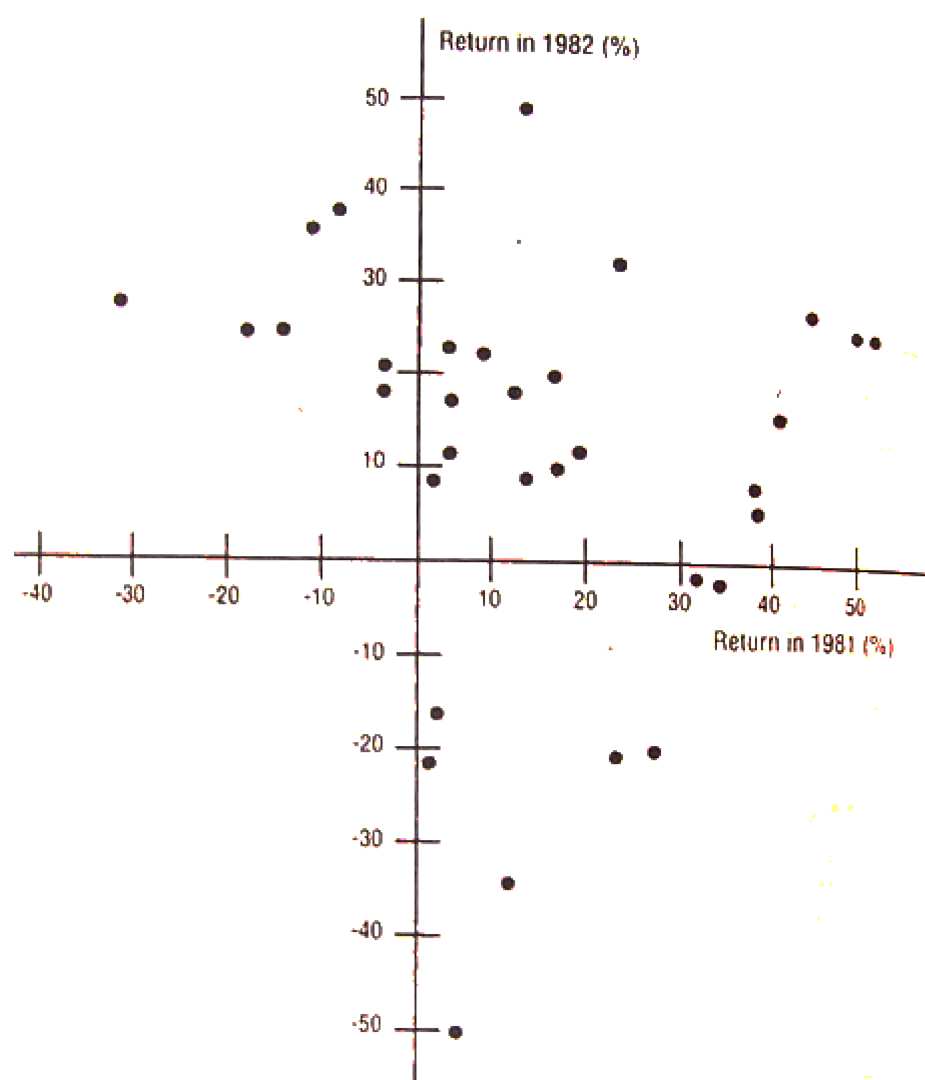
由于市场存在着这种新的不稳定，系统交易者近年来的报酬可能因此而下降——由于交易行为趋于一致，这种模式将持续到未来。当自我诱发混乱行为的每一种模式，绞尽其所设定每一种可能的可交易资讯后，系统交易的报酬率最终将沦为绝对的零值。电脑将创造出最后的随机漫步。

十年前，我曾经观察大型商品基金的实际报酬率。就平均而言，当时基金的年平均报酬率只稍高于 10%——比当时高涨的通货膨胀率稍高，也比短期资金的其他报酬率稍高。从那时候开始，供一般大众投资的基金，其数量由 35 种成长到 105 种。1982 年登记在案的 35 种基金中，有 14 种已经消失（没有奖金提供给猜中为什么的人）或以其他名义重组。

投资于排名极佳的基金是否有道理呢？可能有，如果你能及早认出它们。但是这并不容易。基金逐年的绩效具有高度的回归性。我在稍早曾经说过，如果市场的专业知识是影响绩效的重大因素，则某一年表现良好的基金应该有明显的趋势，在下一年度也表现好。但是没有证据支持这种形态（图 5-2）。因为逐年的绩效并无相关性，回归现象十分明显。我们所观察到的资料呈现随机的散布，而可预测因子为零值（相关系数为-0.07）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 5-2　商品基金的绩效——逐年比较为零相关



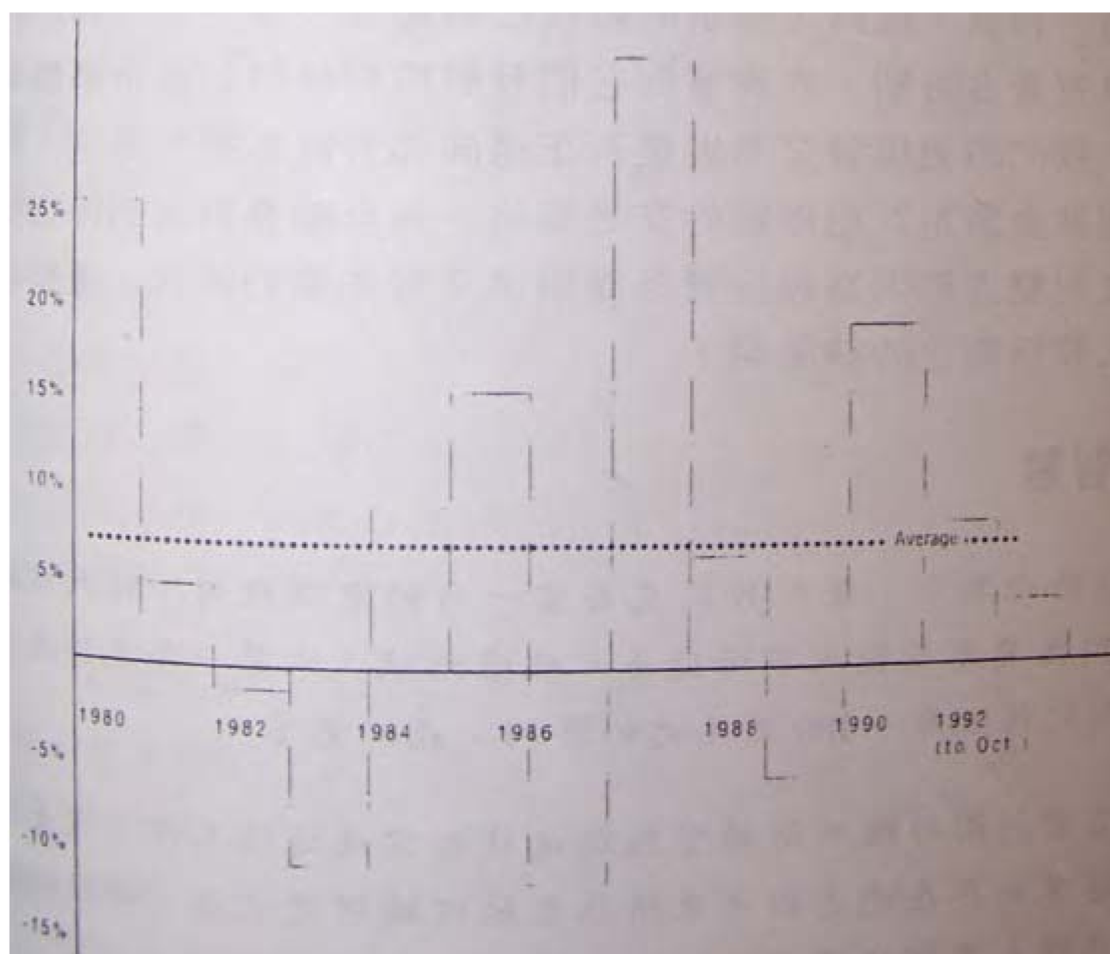
基金绩效所具有的回归性质支持下述论点:任何顺势操作系统的长期期望报酬率大致相等(the expecter long-term returns from any trend-following system will be about the same)。基金绩效呈现分歧，是因为有些市场情况对某一套系统的影响力超过其对另一套系统。但是，市场情况会不断改变，所以结果会趋于一致。偶尔，所有的基金会在同一年出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很好的绩效，原因是多数商品有时候会在同一时间出现良好的趋势。一次涨潮会浮载所有的船只。

对投资基金人而言，近年来船只很不幸地并没有被平均地浮载起来（图 5-3）。过去十年以来，所有商品基金的平均绩效低于 6% 的报酬率，需为疏失而向下调整——因为绩效不彰而消失在雷达萤幕上的基金。

图 5-3 1980 年以来商品基金的平均报酬率（资料来源:《期货》杂志），长期平均为 6%，而且逐年下降，平均值因有所遗漏而高估；阵亡者不计入



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么基金的绩效会远低于我们检定“驱使者”所显示的水准？那些从哈佛大学毕业聪明绝顶的 MBA，在当代最先进电脑设备的协助下，其绩效为什么会一贯地低于支票帐户呢？基金确定要支付庞大的管理成本，这没有错，但除此单纯因素，是否还有更重要的理由？基金是否也和个人一样，其行为会抵触其专业的信念呢？

在这种绩效水准下，商品基金能够持续吸引新的投资者，这是非常杰出的现象。或者，它并没有如此杰出；当道琼工业股价指数穿越 3600 点之后，资金便不断流向股票市场的共同基金。所以，商品基金持续兴隆可能理所当然。希望真是可以跃入永恒。我个人认为，基金的时代已经过去——并不是因为它们曾经享有黄金时期。能够看到它们发展成有格调的基金是很美妙的。我们的史坦普交易场是否正迈向如恐龙灭绝的困境，两个大型基金锁定互相摧毁的交易策略，各自触发对方的停损交易，直到双方都因为佣金匮乏而崩溃？对未来的时代，这是多么令人叹为观止的结局啊！

人工智慧

位于伦敦市，某间外汇交易室一角的电脑设备，昨天被赋予 1000 万美元而投入市场交易。根据测试，它第一年应该至少有 18%的报酬率——180 万美元的获利，或者更多。

它会利用神经网络的形态认定技术完成这项工作。这是人工智慧学术界在过去四年来所热衷的理论研究主题，神经网络目前已跨入实际的运用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The GUardian Senices' London

神经网路是生物学家与生理学家所建构的细胞模型，可用来了解人类大脑处理刺激并发出反应的方式。科学，我被如此告知，尚须理解神经细胞的真正功能，即产生我们所知的智慧。我们知道，大脑是由细胞——称为“神经单位”(neurons)——所构成，而这些细胞以复杂的网路相连结。这种神经网路具有奇异的能力，能够依据经验而“学习”。神经网路在一组投入因素的刺激下而获得所要的结果时，便会重建其内部的神经连结，神经网路即以这种方式学习。透过重复测试，设网路即可辨识要产生某种输出的投入型态。

这是高等科学的玩意，不太容易了解。以肉眼辨识某人的笔迹，便是你自己神经网路运作的范例。你无法说明你如何知道，你就是知道。

根据生物学的反应模型显示，人们可以训练一部机器去执行复杂型态辨识的工作。我不知道神经网路相信它。然而，上个礼拜大豆价格是否能够藉“训练”而让它能够预测这个礼拜大豆将出现的价格，关于这一点，我并没有把握。但是，其他人却相信有这种可能。

如果我们相信金融界所倡导的人工智慧理论，认为大豆图形中基本价格之间所存在的关系，完全类似于大脑基本神经单位之间所存在的关系。如果这种学习过程在生理的水准上能够加以模拟，则何妨将此类比做进一步延伸，而尝试“教导”大豆价格去预测自己？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以传统分析敬请回避，让出一条路。“万能的”大豆来临了。传达着人工智慧压倒常识判断的胜利讯息。请各位振奋起来，以便迎接未来的浪潮，人工智慧——我们被如此告之——即将解开历史价数列的神奥密码。抛开气候，抛开新闻，把经济学教科书扔到窗外。经济基本分析已经过时。未来，长久以来已知设定于过去的密码，终将展现在各位的面前。

或者，它会如此吗？我有一个问题，似乎没人愿意回答。商品市场——一个由各种古怪行为与最无理性之人类所组成的系统——的价格演变，为何会类似人类大脑细胞的运作过程？

我非常遗憾成为宴会的捣蛋者，但总要有人提出警讯。因为当你厘清所有科技的泡沫，澄清所有代数学的扭曲，你将发现，在此项令人肃然起敬的外观下，其方法多么拙劣。将其剥至赤裸裸的状态，则人工神经网路只不过是“疯狂的最佳化”(optimization gone bunanas)。要建构所谓的人工神经网路，你根据每一种可用的历史价格资料，做每一种可以想象的联结，搓揉这些资料，使其具有可塑性，然后获得到一个受过训练的模型，可以辨识模式，并据以做预测。

当然虚假的最佳化并无新颖之处。其新颖之处在于大量的廉价电脑能力，使这项“研究”能够付诸执行。我猜想，有关金融人工神经网路的种种书面文件，皆由刚毕业的数学系学生拟定，由于他们不曾从事交易，因此对最佳化的抗力便几乎不存在。大众对于终极系统的渴求永远无法满足。如果你能够说服大众你在学术上的成就，则你的研究越复杂，越无法理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解，便越能吸引注意力。你的听众所关心的是其底限——而非任何其他东西。所以，你只要以荒唐的诉求结束论文，找到一位不挑剔的编辑背书，并且出版你的作品，然后你突然就成为人工智慧方面的权威。没有人会提出质疑，而你高兴怎么做就怎么做；当你从事空中货币的交易，则天空便是极限。是否有人怀疑。为什么有许多第三流的数学家会被吸引到人工神经网路的研究领域呢？以一项事业而言，还有什么更具有吸引力？但是，又有什么更荒唐？

人们可能希望知道，对于 1987 年 10 月 19 日的事件，人工智慧的看法如何，当天的道琼工业股价指数崩跌 50 0 余点，是一件当时未曾有过、其后也不会发生的单一事件。就此次市场崩盘而言，人工神经网路是否是一位好学生？人工神经网路是否因此而“学到”教训？教训又是什么呢？如果大豆价格每英斗超过 6.00 美元，则不可以在股票市场做多吗？如果债券出现连续四天的上涨，再出现连续二天的下跌，则永远要放空股票吗？

在未来的类似崩跌中，一套聪明的人工神经网路是否已经学会不再犯错？人们必定会提出质疑，在仅仅一个样本的情况下，它如何能够完成此项功能？（一个样本并不视为有太大的统计意义）你不会看到许多人工神经网路的检定期间涵盖 1987 年 10 月份。你能够猜测为什么吗？

对于交易“人工”美元所能够获得的巨额报酬率有兴趣者，从 Robert Trippi 与 Efraim Turban 所编辑的《金融与投资神经网路》(Neural Network in Finance and lnvesting) 一书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，可获得我所见过最惊人的诉求。该论文是由 W.E.Borsage jr 所编并称为《以适应过程利用金融市场的非线性结构》（Adaptive Processes to Exploit the Nonlinear Structure of Financial Markets）。对于从事棘手的史坦普股票指数期货的交易员而言，他们必定会非常失望，因为如果他们能够采用 Borsage 的神经网路模型“开拓者”（Frontier），则每口合约每年便可赚进超过 250,000 万元——该金额高于合约的总价值，以保证金 20,000 美元而言，报酬率为 1,000%（图 5-4）。

根据作者的说法，在莱斯大学（Rice University）电脑主机上所发表的这套模型，其费用超过一百万美元。在这种支援和其所达成的绩效情况下，“开拓者”——我们被如此告知——正吸引某些大玩家的注意。

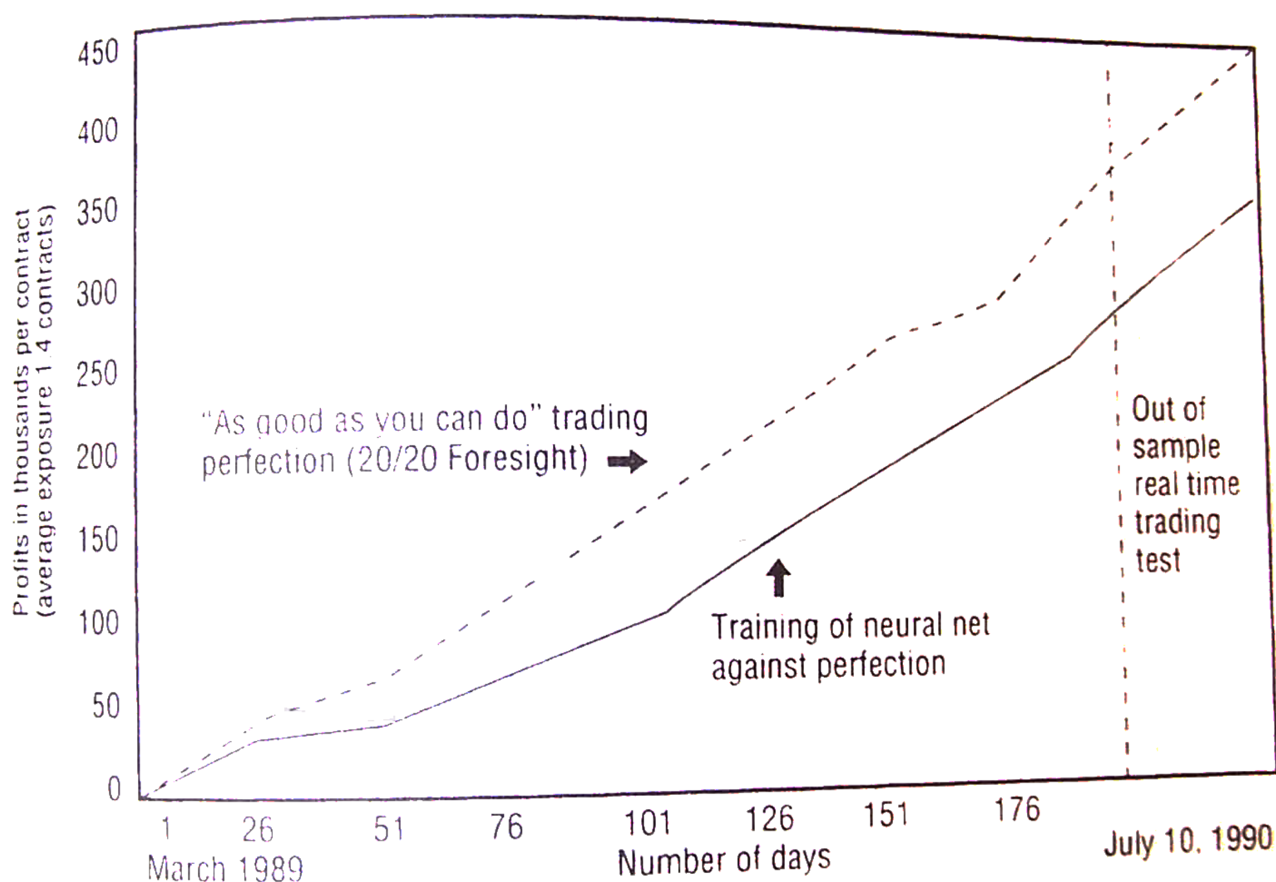
为了达成非凡的结果，“开拓者”不仅采用人工智慧的方法，更把这些“智慧”纳入演化的力量：

我们建立了几套模型，让它们相互竞争。我们建立了一套达尔文式的选择器（一种基本的基因选择器），从十多个神经网路模型中，选择了胜利的个别模型。比方说，我们根据历史指标建立某个模型，其他模型则根据各种不同阶层的实际指标来建构。所有这些模型皆可用来发展制式的输出与科技的讯号服务，以便提供我们散布在世界各地的银行与石油公司等客户。

如此庞大规模的天真言论当然十分可笑。虽然我描写了最荒谬的类型，但是在人工智慧文献中。仍到处出现这种典型的学术作品。在《金融与投资神经网路》一书中，大部分的技术

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 5-4 操作史坦普(S&P)期货合约的交易员会不愿意听到类神经网路系统只操作一口合约就可以赚 250,000 美元。《拓荒者》在 1990 年所做的宣称，必然搏得全球的瞩目，最近有人听到它吗？



Highlights
In sample
1. % winners = 87%
2. Annual $ per contract = $254.452

Out of sample
1. % winners = 85%
2. Annual $ per contract = $283,714

Efficiency of conversion = 79%

- - - - This equity curve represents the maximal equity (perfect trade timing) for the given objective function.

——— Training and out of sample real time trading testing.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析论文只不过是幼稚的愿望，搀杂着学术权威的伪装。然而，此处仍有清醒的声音。在同一本书中，有一篇学术性、但见解明澈的论文“利用神经网路从事经济预测”（Economic Prediction using Neural Network），哈伯.怀特（Halbert white）以5000天的IBM股价来检定某个神经网路。他用前1000天的资料来“训练”该神经网路，辨识最具有预测能力的价格型态。他随后以剩余未用于创造该模型的价格，来检定该模型，怀特没有先入为主的偏见：

虽然单纯效率市场假说（随机漫步）有相当势力，但仍只是一项理论，只要有适当的证据，任何理论都可以被推翻。很可能是足以找到这种证据的技术尚未被应用。

相对于能以神经网路解开市场神秘性的乐观希望，则是效率市场假说所蕴涵的悲观智慧（至少在学术界是如此）。缺乏预测力的理由类似于在地上很少散布百元大钞的理由。除了很少人会遗落百元大钞这项事实外，它们也会很快地被拣起来。

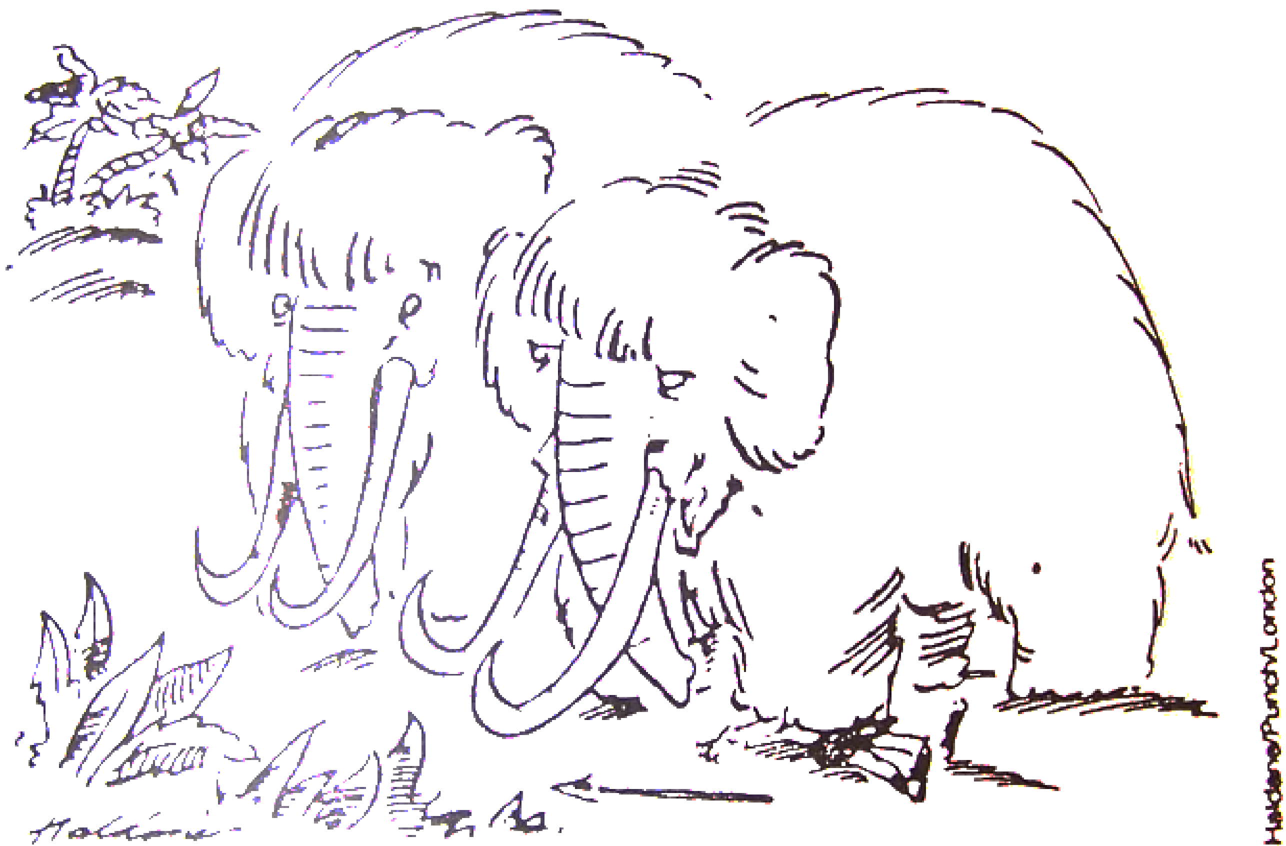
在研究了5000天（20年）的IBM历史价格之后，怀特无法找到证据显示该神经网路发现市场的非随机性。

人工智慧的热潮预料还会持续几年，一旦令人沮丧的实际交易结果确认其不相关，这股热潮便会逐渐平息。我预测，运用于价格预测的神经网路，在二十年之内便会成为历史陈迹，而人工智慧将由自然科学家——而非金融分析家——来发展。

商品刊物预料将出现爆炸性的广告文章，它们包装在不可理解的数学外衣之下，并宣称透过人工智慧而获致的“非凡成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果”。人工智慧最强烈的诉求对象是那些缺乏自然智慧的人。远离它吧，如此可以为你节省精力。



“我知道他们正在发展人工智慧”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 六 章

基 本 分 析

基本分析的优势

我承认我的某些批评相当的辛辣，但我有好理由。我揭露了不成熟的理论，因为它们实际上如此，我希望谈论一些有关市场方面比较积极的事。

我强烈建议，几乎只依赖基本分析（供给与需求）从事交易，但利用技术面的纪律支援基本分析的判断。以市场术语而言，我是基本分析者（fundamentalist）——对交易员来说，这是很奇怪的名词，令人联想到愚蠢、压抑，而在圣经中打滚自满的信徒。具有创造力的基本分析者（以市场意义而言）拥有强化的、而非钝化的想像力。技术面交易者在精神上与行为上，则比较接近传播福音的狂热人士。技术面交易者希望尽可能避免以动态的思考来度日。这很好，但不从事思考须付出代价——搏斗中故意绑一只手在背后。

系统交易者的绩效始终不如那些自我思考的基本分析者，也几乎不能有所抱怨。我尝试以纯粹实务的基本面知识来击败市场一因为这对我比较有效，让电脑告诉我每天所要做的事，这种想法虽然不会令我兴奋，但我也非随意否决这种方法。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同一般人，如果我认为技术分析有更多的胜算，则我可能依此来交易。基本分析者与技术分析者都有相同的欲望——都想赚钱。我的目标是要告诉读者这两种方法的本质，但我必须尝试影响读者偏向基本分析，因为那是我自己所相信者。

基本面交易者与技术面交易者是否扮演相同的经济功能？当然，市场丝毫不关心特定交易员是如何，以及为什么做成特定的决策。没有错，但是，有一种看法认为，所有交易员虽然都纯粹为个人的利益而行事，但是基本面交易者所扮演的经济功能，则不同于技术面交易者。如何会如此？如果期货市场的存在是为了促进商业之运作，而不是为了满足大众的投机需求，则价格对未来供、需情况的反应愈快速，长期价格岂不会更稳定吗？

基本面交易者在某种期货上建立部位，其唯一理由是他觉得价格太高或太低。根据此动机从事交易，基本面交易者原则上是在重建市场的均衡。另一方面，技术交易者则只依据过去预测未来，故其行为不会重建均衡。他使既有的失衡更加恶化。这或许是哲学上的些许差异，但是为了了解最近市场出现更剧烈的价格波动，则非常重要。

基本面交易者尤其关心价值（value）；在现实中，便是以价值作为价格的基础。当某个商品的真实价值越难估计，基本面交易者便越难表现出胜过技术面交易者的优势。是否有人能够判定一英两黄金的价值（相对于价格而言）呢？我不认为如此。在过去的二十五年，它由 35 美元上涨超过 800 美元，然后回挫到 300 美元。判定一磅熏肉的价值则比较单纯，根据历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资料观察，99 美分属于便宜的，而 2.99 美元则昂贵。如果熏肉变便宜，则人们会多吃。为了因应价格偏低，猪农会减少猪只的产量，因而造成力量来驱使猪腩价格回升到其正常的平均价值——而且可能暂时超过该价值。

很多技术面交易者会避开猪腩市场，其所持的理由是它难以预测。由于猪腩市场的驱动力量缺乏了解，技术面交易者无法体会该市场所具有的价格波动。他们误以为该市场“受到操纵”，因为它违反技术分析原则。猪腩市场对技术分析者非常困难，正是因为该市场最能符合基本分析的预测——因此基本面交易者在市场中占有最大的优势。相反地，黄金可能是基本分析者占有最少优势的市场。我并非暗示黄金市场不存在基本面的因素。它们可能只是比较难以理解而已。

正确的素材

商品市场提供了方法，让人们以最大胆的方式表达其经济判断。如果判断正确，则会受到报偿；否则会在最重要之处受到惩罚——荷包。对于大多数向它挑战的人而言，市场是非常残酷的；这种看法十分正确。但是埃佛勒斯峰也是如此，然而这不应该——也不会——阻止人们尝试攀登顶峰。对于山峰或市场，我们唯一可期待的是它大公无私——对所有挑战者均一视同仁。商品市场以非常有效率的方式达成此目标（股票市场则不具备此性质，因为内线交易使一般大众居于不利地位）。

对于那些能够鉴赏游戏巧妙的基本面交易者而言，商品交易既是智力的鼓舞，也是赚钱的方法。良好的表现需要最高度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的技巧，而技巧是交易员必须透过辛勤工作才能获得的。计划与执行良好的交易是美感的象征，值得体验、享受与回忆。它应该具有超越金钱报偿的本质。每一笔交易的片断应该永远与你在一起，因为记忆是很重要的。这种说法也样适用于失败的交易，而且这种交易将会有很多。即使从拙劣的部位中迅速脱身，也应该有满足感，而非懊恼的情绪。

以技术面的方法从事交易，不会带来很高的满足感，尤其是你结清亏损的部位时。技术面交易也无法让你学习任何东西。当然，技术分析者没有兴趣从市场中学习，所以大概也不会抱怨。而且，他或许不该抱怨。在良好的纪律下，他应该(should)获得合理的报偿。但是，满足必须付出代价；他最多只能期望平庸的表现，而且必须准备忍受厌烦。这便是渴望成为工匠的报酬，事实上你却可能成为艺术家。

成为优秀的艺术家，并不意味你可以不受纪律的羁绊。良好的基本面交易者了解坚守趋势与使用停止单的价值。但是，艺术家交易者热衷参与、选择，并依据动态的判断而行动。他会尝试避开陷于交易区间的市场，即经常处于供需平衡状态的市场。有时候，他可能不希望持有任何部位——虽然他应该不断地寻找机会。

有异于艺术者，交易是另一种战争形式。战争能以拖延的方式取胜，但它通常是透过在正确的时间、地点，以展示实力来取胜。如果战略事先规划，则战术的错误能够被容忍。精敏的交易员明白其首要任务是生存，所以在必要时，他随时准备撤退。事实上，交易员所尝试建立的商品部位，规模相当于他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的总资产，所以他偶尔必须有撤退的打算。交易员所必须尽量避免的是，为了防御已告失败的交易而浪掷其资源，或在失败交易的同一个市场中，尝试报复式的交易。

战役的某些层面是可以预测的。纪律应该成为习惯，资金管理应该是有组织的，而非灵感的。透过理性的探索，这些战术技巧能够学习；这些技巧是成功的必要条件，而非充分条件。就绝对的条件而言，交易员必须探索其灵魂，严肃地自忖，他是否拥有正确的素材。

正确的素材则是想像力。

灵感或苦力?

虽然交易员都可以透过专注与辛勤工作，学习基本分析原理，但我并不确定，是否每位交易员都能够学习运用其想像力。交易的真正艺术在于巧妙处理相互冲突之证据的能力，并因此而得到平衡的判断，它优于市场所呈现的集体式判断。人们是否能够透过学习的过程，而比其他人更擅长于预测未来的价格呢？或者，预测的技巧是否是直觉的，它必须透过经验的累积而不知不觉地取得呢？你不能只留意新闻的变化，而藉此预测价格；价格的预测涉及预测新闻（anticipation）以及分析其可能影响，因为具有流动性的（liquid）商品市场，对于任何新闻的出现都会呈现颇有效率的调整。商品瞬间的价格反应当时市场的共识。而共识来自于接触完全相同资讯的玩家。

如果有关大豆基本面的资讯一例如，政府的某项谷物预测一公布于当天大豆市场收盘之后，在下一个交易日开盘时，该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项消息会立即被吸收。意外的空头报道（就不利于交易员的预期而言）将导致市场开出低盘，使得单单阅读谷物报告并据以采取行动的人无法籍此获利。在报告未公布之前，放空了大豆的人则可以获利；做多的人则会遭逢亏损。在放空的人中，有些可能已经預測消息利空——各自有不同的认定程度。某些人可能只是“猜对了”。有些人只是恰好放空，非常幸运地不知有一项重要报告即将公布。在报告公布的前几天，如果市场趋势走低，则技术面交易者非常可能放空；如果市场趋势走高，则会做多。如果该项報告是重要的意外利空，則市場不会顾虑先前的趋势（rcgardlcss of prcvious trends）仍可能以跌停板开盘，使得图形分析師、艾略特波浪追逐者、甘氏崇拜者，与多头共识的信奉者纷纷中风倒地——並且使刚刚发出买进信号的“人工智慧”，陷入复杂的神经衰弱症。

交易员如何能知道自己具有預測？不論是否有此技巧，都难以证实。如果你根据基本面的资讯，正确地預測了价格走势，则你会自认为自己可以轻易地重复这个过程。你不能。預測大型走势的方向（dircction ）与时机（timing）是罕見的壮举（甚至对最佳的交易员也是如此)。

交易员必须花费时间才能够发觉，他在市场中是否真的具有优势。学习过程是互动的；你研读资料，做成预测，建立部位。市场予以反应。你赢了，你输了，但你记忆，或你最好要记忆。在每一笔交易之后，某些经验会伴随着你。教导你一些有关自己的东西，有关你的长处与短处——以及有关你的预测能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测，如果它们是值得分析的预测，则须在事实发生之前(before the facts)，依据它们采取行动。

“债券看起来像狗屎”，某位交易员在开盘之后这么说。

市场在临收盘前剧挫之后，同一位交易员又说，“我不是早告诉你了吗”。

“哦，那么你放空了几口合约呢？”我问，而我知道答案是没有。

预测必须以行动来表现，否则只不过是一股热空气而已。然而，预测与希望不应该混淆。许多所谓的预测，实际上只是顽固的政治观点，或深植于偏见的看法。这种观点偶尔也正确，而一座停摆的破钟也会显示正确的时间——一天两次。

我时常遇到一些持不可撼动之信念的惯性输家。你常常在黄金与白银中发现他们的踪影，几乎永远做多。他们所持的坚强信念对其不利，因为他不允许想像力探索市场的正反面。如果交易员深信政府已经丧失对货币制度的控制，深信超级通货膨胀最后将再度出现，深信黄金会因此上涨到5000美元，则他很可能漠视任何通货贬值的证据，因为接受这些证据会迫使他修正其偏颇的观点。在《稳操胜算》的第一版(1983年).我曾经如此描述黄金的狂热份子：

就如同他所垂涎的金属，他的观点是不可撼动的，他会因此而丧失市场中所呈现一半的交易机会。他可能会在整体的多头趋势中，忍耐漫长的空头市场。当储存费用非常无情对他不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利时，他可能经年累月地坐以待毙。

我没有想到这段情节会真正上演。从 1983 年以来，黄金几乎出现长达十年扎实的空头市场，任何做多黄金的人，必然度过了十分凄惨的十年。我没有宣称，我预测了 80 年代黄金的大空头市场；我只是认知其可能性。黄金狂热分子也应该有所认知。坚信以个人的预测从事交易是一回事，但以毫无弹性的观点从事交易又是另一回事。

多头、空头或均衡?

我们都喜欢在上涨行情身处多头，在下跌行情为空头。但是，我们大多数人都不会如愿。市场究竟是在上升、下跌、盘整，或即将反转，唯有事后才会明朗化。多头与空头这两个名词被用来——十分松散地——描述市场做了什么(has been doing)，而非即将做什么(about to do)。严格来说，自由交易的市场不能被描述为多头或空头——除非它锁住停板。买、卖双方的压力系透过价格而趋于相等，故多、空之间的竞争结果经常无法明朗化。交易员获得资讯时，均衡点可能会移动；商品价格可能在瞬间产生变化，但始终维持瞬间的均衡。在某种情况下，交易员会成为自然力量的受益者或受害者，这些力量的发生则几乎无法预期。

举例来说，柳橙汁交易员听到洛基山区正出现冬季暴风，虽然从科罗拉多州到迈阿密市的距离非常遥远，而这场冬季暴风十之八、九也不会伤害到北佛罗里达州，但是市场会评估此——威胁对柳橙的影响。因为暴风云层的凝聚，买、卖双方都会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体认到气候造成损害机率的增加，透过交易场内的交互运作，大家同意以稍高的柳橙汁期货价格成交。

暴风朝东而行，柳橙汁价格会随着暴风损害果园的机率起伏变化。如果暴风转强，尤其当它开始偏南而行时，柳橙汁期货可能飞涨。虽然价格可能呈现不规则的大幅波动，但仍然随时保持均衡——只要市场在运作而且未出现停板。

如果消息发生在夜间或周末，则市场开盘价会出现突然而剧幅的变化。如果消息确实令人意外，则可能导致一连串的停板走势——类似柳橙汁这种倚赖气候的商品，其价格在这种情况之下，几乎总是上涨。柳橙汁或许是最容易受到气候影响的商品。但是，任何谷物市场——例如黄豆，美国是世界上最主要的供应国——也可能出现突然而剧幅的“气候”行情。作者在撰写本文时(1993 年夏季)，黄豆在过去两周便上涨了 1.50 美元，而目前成交于 7.60 美元。美国中西部出现大洪水，使得播种延后，谷物将因此而更容易受到早霜的侵害。毫无疑问地，黄豆供给展望较两周前要严格趋紧。至于供给趋紧是否值 1.50 美元的上涨，我们暂时无法知道。

让我们考虑，黄豆此波段的涨势会如何演变。多年之后，新一代的市场预测者会发现，黄豆在 1993 年的涨势是艾略特波浪的第五波高峰。但是，老手会记得，原因是雨量，极丰沛的雨量。豪雨出现在六月份并非不寻常的现象，而且是深受农夫欢迎的消息。但是，滂沱大雨就非彼寻常。到什么地步之后，农夫会开始希望雨势停止？到什么地步之后，气象学家会开始想到洪水？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由受欢迎过渡到不受欢迎，并不是突发事件，而黄豆价格也不是从 6.00 美元突然跳升到 7.50 美元；涨势虽然陡峭，但仍有回挡，跳空缺口也不多见。在两周豪雨期间的某个时刻，雨势可能曾经停顿，而该地区的农田，有些稍微潮湿，有些则为洪水淹没，使黄豆价格停留在 6.00 美元到 7.50 美元的价位。没有人明确知道雨势何时会停止，或价格将止于何处。这是市场反应基本面的案例，虽然基本面时续朝有利于买方的方向推演，但是市场如此反应，使得买、卖双方的期望报酬始终相等(equal at all times)。

庄家透过“让点”(point spread)而使足球赛的胜负趋于相等(对赌客而言)。赌客下注于让点的一队，乃表达他不同意庄家所宣布 50/50 的胜负比率，期货市场也是如此，交易员建立部位，是表达他不同意市场对公平价格所做 50/50 的评估。交易员一定有不同意的道理，在现行价格下，他或者不同意市场所做的供给估计，或不同意市场所做的消费估计。否则便没有交易的理由。

以谷物而言，交易员鲜有机会就供给情况提出不同的意见——除非他做自己的谷物调查。但在现在价格下，市场对消费情况的估计，交易员大有理由持不同看法。这便是基本分析者在市场中所寻求的优势；此处，对历史的知识与经验使基本面交易者取得胜算的优势。

永恒的三角关系

依气候情况而反映的多头行情几乎是无法预测的。如果错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失这种行情也无须自责，至少在走势的第一只脚是如此。就谷物而言，供给展望的变化可能非常迅速，而且在相关消息尚未普遍流传之前，或在其影响力尚未被确切了解之前，价格便会开始反应，在谷物成长期间预测其供给，相当于猜谜游戏。就动物而言，供给展望的变化则相当缓慢——原因为其所涉及的生育循环缘故。因此，牲口供给的预测不会因为基本面的意外变化而变得无效。

在气候剧烈变化的期间以外，谷物市场的供给情况可以相当精确地估算。然而，非农业市场的供给情况则很难估计。比方说，黄金的供给为多少？股票指数期货的供给情况如何？如果市场供给情况未知或不可知，则基本面交易者应该如何从事交易？

我们暂时只讨论传统的农业商品，其供、需因素相当容易认定。“美国农业部”(USDA)会就谷物存量、谷物情况、牲口数量与生育型态，发表定期报告。这些报告由政府聘用的农业专家与统计学家编纂。任何私人投机客不太可能拥有比官方估计更精确的数据，所以交易员采用政府所供给的估计数字作为既定的资料，做法相当合理，而且也不应该怀疑这些数据。

“美国农业部”的统计数据会在同一时间，对所有的玩家公布——不论是小额交易者或大型商业性的运作，皆一视同仁。所有的交易员都拥有相同的资讯。他们之间的分野，在于如何评估供给面已知的变化对价格与消费所产生的意义。如果交易员严肃地考量永恒三角关系——供给、价格、消费——的动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

态，则他会以合理的基本面判断下赌注，而如果他的判断比一般大众的判断略佳，则在交易中便拥有致胜的优势。

为了了解供给、价格与消费之间的交互运作，让我们考虑黄豆市场，有关该商品的精确统计数据会定期公布。在任何既定的时间上，黄豆的国内（美国）供给量是存量与下次预期收成量的总和。在每一年，实质存量水准的变化都遵循相同的形态——存货低点发生在八月底，然后随着秋天的收成，存量迅速上升到最高水准，其后随着消费、存量开始稳定下降。由于可见的（visible）供给每年出现大规模的变化，价格预测通常是基于谷物年尾转结存量水准（projecting the level of carryover stocks）的预估，而转结存量是谷物收成与消费后（after）的数量。

透过黄豆统计的研究（表 6-1），交易员可以发现——历史上地与大致上地——供给的主要变化如何影响黄豆价格。这是所需的基础知识，而根据这项基础，则可以推断目前（current）价格与目前预估供给量之间的关系，而判断其为高估、低估或公平。根据历史对应资料做基本面的比较，可以提供交易员一个参考架构（a frame of reference），并藉此确定期货市场中的部位是否合理。

如我们所料，供给量低（low）的年度会对应高（high）价格、低（rcduccd）消费量，与小（small）的转结存量——在供给量高的年度，情况则相反。这种相关性有时相当粗糙，但它确实存在，当然也暗示第一个好的估计法则，说明了供给面的主要变化对平均价格水准（average price level）的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-1 美国黄豆供给/价格/消费；9 月/8 月作物年度（百万英斗）

年度	上年结存	本年增加	供给总量	价格/蒲式耳*	消费	本年结存
1981-82	313	1989	2302	$ 6.04	2048	254
1982-83	254	2190	2444	$ 5.65	2099	345
1983-84	345	1636	1981	$ 7.83	1805	176
1984-85	176	1861	2037	$ 5.84	1721	316
1985-86	316	2099	2415	$ 5.05	1879	536
1986-87	536	1943	2479	$ 4.78	2042	437
1987-88	437	1918	2375	$ 5.88	2073	302
1988-89	302	1553	1855	$ 7.42	1673	182
1989-90	182	1927	2109	$ 5.70	1870	239
1990-91	239	1928	2167	$ 5.75	1838	329
1991-92	329	1990	2319	$ 5.60	2041	278
1992-93	278	2199	2477	$ 6.10	2167	310
备注:*美国农民的平均售价(1992 到 1993 年为估计值)						

资料来源：USDA

在观察真正的供给展望（true supply horizon）时，供给与价格间的强烈相关性会变得明显，因为市场的眼界会穿越目前谷物年度结束。比方说，1988 年的夏天（属于 1987 年-1988 年谷物年度），黄豆价格——现货与期货——快速上扬反映了干旱的气候，干旱所影响的则是 1988-1989 年度的谷物—这些谷物尚种植于农地，距收成期还有好几个月。

在成长季节，谷物市场会估计一年以上（more than one full year away）转结存货的可能变化。交易员也必须了解，价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格变化所造成的消费反应有延后效果（a delayeffect）而且效果是不对称的。价格剧扬所造成的消费量减少远甚于价格大幅下跌所造成的消费量增加。棍棒总是比红罗葡更有立即效果。

黄豆价格的波动情况远较表 6-1 所显示的数据剧烈。表 6-1 的价格是平均价格。举例来说，1988 年的夏季，黄豆期货事实上曾经升抵每英斗 10.00 美元的高峰价格；但是 1988-1989 年谷物年度的平均价格只不过是每英斗 7.42 美元。

任何可供储存的商品——谷物、纤维、基本金属、糖、猪腩，与热带作物——基本上都能以相同的方法分析。但是，牲口市场、贵金属，或金融商品则不然；它们需要用相当不同的分析法。

对商品基本面有真正兴趣的交易员。必须发展自己锐利的判断力——必须了解什么是重要的、什么是不相干的。进一步教导读者什么是他所应该学习的，我怀疑这是我真正的工作。我毕竟可能因此把个人的偏见灌输到他人的思想之中。尤其甚者，我不能宣称我拥有一般大众难以学习到的任何特殊知识。

市场会变化，本书的内容则不会。在今天或去年重要的事，在未来未必仍然重要。我希望我的作品具有永恒的价值。所以我将避免运用目前的基本面因素，而做任何武断的价格预测。对大多数的商品而言，本书付印时，这些评论都已经过时。所以，我是在非常谨慎的情况下，就特定商品的基本面因素，提出下列的观察报告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄豆及其产品

以百分率而言，黄豆的价格波动是所有谷物中最剧烈者。美国的黄豆产量约占世界总产量的一半，也是黄豆的最主要输出国。美国的黄豆产量每年仍在成长，这主要是透过相同种植面积生产率的提高。在 1992-1993 年度，由于大丰收，生产量创下 2.147 百万英斗的记录。非常值得注意，庞大的产量都被吸收，而转结存货没有明显增加。

如果黄豆种植面积到达极限，而产量增加来自于生产率的提高，则供给面似乎相当脆弱；收成欠佳随时可以使价格大幅上扬。另一方面其他地区的黄豆生产仍持续扩张——尤其是南美洲，这对长期价格有不利的影响。

黄豆价格上涨时，产量会明显增加；黄豆价格始终难以长期站上 8.00 美元。在大多头行情中，你可以看到远期合约价格低于现货价格达数美元之谱。还是市场用来确定没有人可以籍众所周知的事实——黄豆通常会很快地回挫到正常的交易区间——而获利的方法。

黄豆的最终产品——黄豆油与黄豆粉——在市场上与其他的油与种子相互竞争，所以价格很难上涨。黄豆价格剧扬会使消费量剧减，价格重跌则需要相当长时间才能刺激消费量上升。

多头行情大多源于干旱的气候。然而，在 1993 年，多头行情则源于一段不寻常的豪雨期。神话坚持，白银价格与黄豆价格有相同的走势。一般的恐慌性市况使它们共有相同走势的倾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向，除此之外，没有明显证据支持上述理论。

玉米

玉米是活猪的主要谷物饲料，不容易为它产品所取代，多数玉米消费于国内；大约有四分之一的产量输出到其它国家。其需求面十分稳定。供给面每年的变化是价格波动的主要因素，而且收成欠佳时，它可以沦落到非常糟糕的境地。极端恶劣的收成发生在 1983 年与 1988 年（表 6-2）。值得消费者庆幸的是（投机者不认为如此），在这两个案例中，其前一年收成的转结存量都很高，抵消了歉收的打击。

表 6-2 美国玉米供给/价格/消费；9 月/8 月作物年度（百万英斗）

年度	上年结存	本年增加	供给总量	价格/蒲式耳*	消费	本年结存
1983-84	3523	4176	7699	$ 3.46	6693	1006
1984-85	1006	7674	8680	$ 2.79	7032	1648
1985-86	1648	8885	10534	$ 2.22	6494	4040
1986-87	4040	8228	12267	$ 1.51	7385	4882
1987-88	4882	7134	12016	$ 2.04	7757	4259
1988-89	4259	4932	9191	$ 2.57	7260	1930
1989-90	1930	7527	9458	$ 2.46	8113	1344
1990-91	1344	7937	9282	$ 2.33	7761	1521
1991-92	1521	7495	9016	$ 2.40	7916	1100
1992-93	1100	9483	10583	$ 2.15	8470	2113
备注：*伊利诺州中部二号黄玉米年平均售价（1992 年到 1993 年为估算值）						

资料来源：USDA

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近年来,玉米存量始终盘旋在历史最低水准附近。如果玉米歉收伴随着低的转结存量,则我们不知道玉米会走到何处—3.50 美元看起来当然很便宜。

小麦

相对于玉米与黄豆，小麦的情况不同，美国的玉米与黄豆产量约占全世界的一半，但全球的小麦产量则令美国国内的产量相形见绌，其比率约为十比一。因此，只利用国内的数据预测价格便相当危险，因为小麦价格与世界的统计数据之间相关性比较高（表 6-3 与 6-4)。

表 6-3 美国小麦供给/价格/消费；6 月/5 月作物年度（百万英斗）

年度	上年结存	本年增加	供给总量	价格/蒲式耳*	消费	本年结存
1984-85	1398	2594	4003	$ 3.51	2578	1425
1985-86	1425	2441	3886	$ 3.22	1961	1905
1986-87	1905	2112	4017	$ 2.76	2196	1821
1987-88	1821	2124	3945	$ 2.89	2684	1261
1988-89	1261	1835	3096	$ 4.00	2394	702
1989-90	702	2060	2762	$ 3.92	2225	538
1990-91	538	2773	3309	$ 2.73	2444	866
1991-92	866	2022	2888	$ 3.49	2416	472
1992-93	472	2534	3003	$ 3.25	2503	500
备注:*芝加哥二号软红冬麦年平均售价(1992 到 1993 年为估计值)						

资料来源：USDA

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-4 小麦存量比较作物年度终结（百万公吨）

年度	US 存量	国际存量	价格/蒲式耳
1983-84	42.8	145.1	$ 3.56
1984-85	38.7	164.0	$ 3.51
1985-86	51.8	168.3	$ 3.22
1986-87	49.5	177.6	$ 2.76
1987-88	34.3	148.4	$ 2.89
1988-89	19.1	118.0	$ 4.00
1989-90	14.6	120.9	$ 3.92
1990-91	23.5	143.9	$ 2.73
1991-92	12.8	129.5	$ 3.49
1992-93	13.6（est）	137.8（est）	$ 3.25（est）

资料来源：USDA

这项事实在 1992 年春天得到验证，当时美国面临有史以来最低的转结存量，而小麦期货大幅攀升，每英斗超过 4.50 美元——就全球供给面的情况研判，此价格是无法维持的。美国小麦不理会国际行情而自行决定价格，紧跟其价格快速飙涨之后的则是更迅速的崩跌。在 1993 年，情况刚好相反。美国小麦大丰收，价格偏低，全球的情况则较前一年吃紧。

美国半数以上的小麦用于出口，所以必须密切观察每周的出口数据(每周一下午公布)，以核对政府的出口预测是否按部就班地在执行(这也适用于玉米与大豆的出口——随着小麦的数据于每周公布)。

长期而论，谷物交易者必须观察前苏联境内的发展。该处存在着大量小麦生产的潜力。另一方面，它也存在着混乱的可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能——而任何产品的产量都很少。同时，美国小麦的转结存量停留在历史最低水准附近，一旦世界其它地区发生状况，则小麦价格会大幅攀升。

可可豆

什么东西的消耗速度快于它的生长速度，而价格却不断下跌？近年来，可可豆使栽培它成为经济作物的贫穷国家陷入大灾难。可可豆遭遇到商品历史上最大而漫长的空头市场，目前，价格常不及 70 年代的五分之一。为什么？当然是因为可可豆太多了。不像谷物，可可豆是收成自树上的豆荚。因此，价格走低无法(not)在短期内促其减产。

可可豆市场目前仍然受到十五年前种植面积大幅扩张的影响，这是许多新生产国——例如马来西亚——加入生产行列所造成的结果。可可豆存量近十年来不断增加，由于稳定成长的需求终于超过生产量(表 6-5)，目前可可豆存量已经开始下降。许多收支勉强平衡的生产国，在价格积弱不振的打击下，终于退出生产行列。

可可树不会长生不老；一旦产量的下降趋势出现，便很难逆转。所有的情况都暗示，90 年代将出现主要的多头市场。问题是：什么时候？因为目前的庞大存量(约为八个月的年消费量)即使连续下降两年，也不足以触发涨势。

预测可可豆将出现主要的多头市场，并没有任何特殊创见。市场上有许多丧气的基本分析师，他们多年来一直预测反转行情——却不断的在亏损，虽然如此，如果我必须挑选一种商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品，从目前到本世纪末会出现最大的涨幅，则我会挑选可可豆。但是不要问我，走势什么时候会发动。

表 6-5 可可豆供给/价格/消费；10 月/9 月作物年度（千公吨）

年度	上年结存	本年增加	供给总量	消费	本年结存	价格/公吨
1976-77	394	1330	1724	1438	286	3313
1977-78	286	1500	1786	1394	391	3304
1978-79	391	1480	1871	1457	415	3064
1979-80	415	1618	2031	1471	561	2547
1980-81	561	1664	2225	1583	642	1815
1981-82	642	1712	2354	1606	747	1605
1982-83	747	1533	2290	1635	645	1687
1983-84	645	1525	2170	1719	450	2133
1984-85	450	1921	2371	1857	513	1961
1985-86	513	1942	2455	1875	580	1850
1986-87	580	1969	2549	1896	652	1762
1987-88	652	2168	2820	1998	822	1486
1988-89	822	2436	3258	2124	1134	1275
1989-90	1134	2391	3525	2226	1299	1035
1990-91	1299	2493	3811	2354	1437	1015
1991-92	1437	2228	3665	2312	1353	972
1992-93	1353	2320	3675	2444	1229	930（est）

资料来源：E.D.&F.Man cocoa Ltd

糖

沉睡的巨人，偶尔会苏醒而展现疯狂的精力。糖通常处于供给过剩的情况，价格大多徘徊在生产成本之下。产量不足的情况偶然出现时，价格可呈倍数上涨。我曾经两度看到糖价从毫不起眼的水准发涨到 50 美分，然后回挫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

糖是非常难交易的市场——其市场特色是在整体趋势中出现巨幅震荡。当正确时，你务必坐稳，因为市场会尽一切手段说服你，让你认为自己错了。糖有许多可能性足以测试你真正的勇气。注意（表 6-6）产量与存量微不足道的降低，便能造成糖价的敏感变化。

表 6-6 世界糖供给/价格/消费；9 月/8 月作物年度（世界粗糖 美分/磅）

年度	上年结存	本年增加	供给总量	消费	本年平均结存	平均价格
1977-78	25.1	91.2	116.3	85.8	30.5	11.65
1978-79	30.5	91.0	121.5	89.9	31.6	13.22
1979-80	31.6	85.1	116.7	90.7	26.0	21.03
1980-81	26.0	88.7	114.7	89.1	25.6	24.8
1981-82	25.6	100.9	126.5	92.7	33.8	10.42
1982-83	33.8	100.6	134.4	94.2	40.2	7.58
1983-84	40.2	98.0	138.2	97.2	41.0	6.74
1984-85	41.0	100.4	141.4	99.8	41.6	3.67
1985-86	41.6	98.7	140.3	101.3	39.0	5.99
1986-87	39.0	104.1	143.1	106.9	36.2	6.19
1987-88	36.2	104.7	140.9	107.2	33.2	8.95
1988-89	33.2	104.4	137.6	106.4	31.2	11.58
1989-90	31.2	109.2	140.2	109.3	30.9	13.94
1990-91	30.9	115.2	146.1	111.9	34.2	9.45
1991-92	34.2	116.3	150.5	112.5	38.0	9.42
1992-93	38.0	113.6	151.6	114.3	37.3	10.26

资料来源：F.O.Licht

古巴与前苏联是构成价格变动的最主要因素。古巴是主要供给国，产量也非常不稳定，但仍是世界糖市场的一股主力，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该处的发展状况必须密切注意。就需求面而言，刚解体共产集团的情况，以及其支付进口商品的能力，都出现了巨大的问号。

近年来，多数的消费增加来自于未开发的国家，这意味未来需求所导致的价格上涨将远不如过去的情况。这对投机者而言，是一项利空(我猜想，每个商品交易员都有一个美梦，某一天他在 3 美分买进糖合约，然后一路加码，飙升到 60 美分)。即使它不再是过去的飙涨者，糖在未来仍是一场棘手的猜谜游戏。太多无法预知的事物，因此没有所谓的预测而言。

活牛

活牛拥有许多的报告、资讯与统计数据，但有时候是很难理解的市场。其市场反应情况经常与政府公布的报告背道而驰。牛肉并不是受欢迎的储存项目，所以其供给(新鲜牛肉)一旦流入市场，就必须大量消费。基于这个理由，你会发现，不同月份的期货以不同的价格在交易。

基本的报告是“美国农业部”公布的《活牛饲养报告》(Cattle-on-Feed Report)，这是活牛每个月进、出饲养场的摘要报告。因为牧场的活牛与饲养场的活牛，其数量都非常庞大，所以进入饲养场的牛只数量少，并不意味活牛供给的减少；活牛很可能是在牧场中饲养。屠宰重量会出现变化，比正常重的活牛，其屠宰重量比正常重量轻，实际上可能意味牛肉供给不足。这是一个我乐意接受“内线者”提供资讯的市场，但是他们的推论必须合理。对我而言，最好的活牛分析师是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Les Messinger，他每周为巴尼斯经纪公司（Barnes Brokerage Co）撰写专栏。Les Messinger在1993年2月份活牛报告公布后，做了下述评论：

“美国农业部”公布的数据显示，饲养场的牛只数量大增，这是正确的，但这些数据并未适当地显示未来60天的活牛供给情况。注意，这些数据中有一项数据被视为非常偏空，便是元月份的重置率为103%。虽然该数据比1992年极低的重置率高出3%，但注意它比1991年的重置率低6%，而比1990年的重置率低16%。我认为，该数据支持我先前的看法，在6月份之前，活牛数量不会剧增。

很多人（从事于期货交易的人）有一种错误的观念，认为数周的温和气候便可使活牛（受到严寒气候严重影响）完全恢复。这是极端错误的看法。迈向4月份时，冰雪开始融化，如同现在的寒冬与积雪，到时候泥泞将成为大问题。在3、4月份内驱入饲养场的牛只，大多会处于非常困难的饲养条件下。这会不断地反应在牛只的体重上。注意，相对于去年的709磅，上周经处理的躯体重量为690磅。

4月份期货今天创下合约期新高价80.50美元，随后稍微拉回而以80.12美元收盘。我认为，在3月到4月期间，牛肉供给将会短缺，国内与出口的需求则会增加。我持续认为，4月份期货会超越2月份所创的历史高价83.75美元。

——摘自Les Messinger所著“场内观点”(VIEW FROM THE PIT)，刊载于1993年2月26日的《普查报告》(Consensus)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的看法正确。没有图形、没有趋势线、没有狗屎。只有事实。

猪腩

猪腩被视为整体的商品，会诱使外行人发笑或嘲笑。事实上，这是最纯的商品，具有非常一贯的长期价格/供给相关性。猪腩拥有许多定期的资讯，密切追踪这些资料将使你获得报偿。根据独立的供给预测(密切观察牝猪的生育数字，并依此推测未来的供给)，交易员可以合理地建立部位；猪腩是少数具有这种特性的市场之一。

“美国农业部”的《活猪与猪只报告》(Hoge and pigs Report)是一份重要报告，每季公布一次。报告提供各种资讯，依此便可以推测一年内的猪只屠宰数量。每只活猪大约可以提供 25 磅的猪腩——熏肉的原料。猪腩能够冷冻储藏——但并非永久的。在估算供给量时，预测涵盖的期间是以夏季末为终点。多数的猪腩来自于活猪屠宰场，但产量在夏季会因为春季季节性超额产量的冷冻猪腩释出而增加。最大的走势通常出现在夏季，因为市场会在 9 月底之前，寻找合理的价位出清冷冻库的猪腩。

观察活猪屠宰重量(每周)会有所帮助。如果此项数据增加，则显示活猪的销售不顺畅，而未来的市场供给可能会大过市场的预期。比较屠宰场(每周)的宰杀率与政府所提供存量所蕴涵的宰杀率，核对其间之误差，对于交易员也有所助益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于可供使用的基本资讯非常丰富，猪腩通常不受技术面交易员的喜爱；相对于基本分析者，这是最不利于技术分析者的市场。资金或多或少持续地从一大群技术面交易者与赌徒手中，流向一小群研究活猪基本资讯的专家口袋。猪腩价格永远不会长期违背基本面的。当然，如果它始终不（never）违背，便无交易机会可言。所以，谨慎的交易员有必要采用停损单，并且要忍耐。

1993 年春天，活猪的屠宰数量远低于市场根据 12 月份存货所做的预测量。这种趋势持续了几个礼拜之后，交易员认为活猪数量有高估之嫌。市场于是出现了从 35 美分到 55 美分的急涨走势。这并不是简单的判断，因为我们无法确知，究竟是猪只数量计算错误，或只是猪只的销售受到延误。

由于冬天的屠宰数量很少，交易员预料 1993 年 3 月 31 日所公布的《活猪与猪只报告》，其存量会向下修正。然而，以 55 美分而言，猪腩价格已经反应了这项存货数字下降的预期。因此，任何意外的报告都很可能属于偏空性质者（likely to be on the beansh side）。结果，存量向下修正了，但是幅度却不如市场预期。猪腩因此撤退，最后更创下新的合约低价。

明智的交易员始终会留意这种交易机会——结果非常不确定，但意外很可能只会发生在市场的一方。

贵重金属

经过十年的下跌，黄金与白银最近出现复苏的征兆（以 1993

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年 7 月份而言，黄金成交于 390 美元，它是从 325 美元的低价回升的；白银成交于 5.00 美元，它是从 3.50 美元的低价回升的)。就贵重金属而言，供给与消费顶多只不过是难以掌握的概念。不像种植在地面上的商品，黄金与白银的大半供给量，都已经以条块或加工品的形式存在；新开采的产量并不是供给的重要部份。

没有人了解真正的供给情况。潜在的供给存在于各种珠宝饰品。无法估计的数量储存在保险箱与科威特人的床下。黄金的需求——白银的程度则较小——是由投机客来决定。巨额买单可能凭空突然出现，稍早的卖盘也可能突然抽离市场。

这实在是一个属于心理学家的市场。群众心理的预期远较观察任何经济数据来得重要。有些人认为，通货膨胀回升时，黄金会再现荣景，而值得观察的数据是消费者物价指数。当消费者物价指数上扬，很多交易员会买进黄金。然而，就历史资料观察，两者之间没有什么相关性；过去十年来，黄金毕竟从 800 美元下跌到 350 美元，而消费者物价指数却持续其无情的扬升。

过去曾经有过这种现象，每当国际危机出现，黄金价格便会上涨。但是，如同那位呼叫“狼来了”的男孩，这种情节已经玩太多次了。目前，在这种反应的预期下，危机更可能造成黄金的卖压。甚至这种情节也逐渐趋于频繁，所以下一次的危机或者会使黄金出现“逻辑的”反应。对于神经网路——可怜的家伙——能够从这些现象中学习到什么，我颇感好奇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率期货

他们几乎称不上商品，却深受交易频繁人士所喜爱，他们在每一则谣言中寻找可能的交易。这类交易员每天都沉迷于各种统计数据，而且视其为影响债券市场的重要因素——房屋开工率、消费者与趸售物价指数、企业存货、贸易盈余，与最近所流行的数据，申请失业保险人数。

几年前，交易员在星期五下午，会殷切期待每周货币供给数量 M1 与 M2 的公布，希望藉此在市场上一搏。好像货币供给与利率之间，存在着某种有意义的短期相关性，但它长久以来已经被排除到系统之外了。以参考资料而言，货币供给目前几乎完全被忽略。

无疑地，有些长线的基本面交易者，能够判断利率的主要变化。很遗憾，我并非这种人。是否还记得美好的 80 年代，短期利率为 7%；债券利率为 10%；而在房地产繁荣期，房屋抵押贷款利率为 12%？现在，国库券利率不及 3%，30 年期公债为 6%，而垂死的房地产市场则出现“经济大恐慌”以来的最低抵押房屋贷款利率。

在 1992 年与 1993 年所谓的经济复苏中，利率顽强地拒绝从异常的超低水准回升，令许多观察家深感迷惑。有些人认为，这预示十年的经济萧条。利率是否还会持续下跌？债券的购买者似乎认为如此。企业则显然不如此认为，它们以印刷机所能运转的最快速度发行债券给投资大众，似乎急着要锁定低利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券市场最近的涨势（1993 年）似乎与克林顿政府声言要删减联邦赤字的企图有关。非常奇怪，市场竟然在乎克林顿，却漠视雷根、布希，以及其他所有的总统；他们进入白宫时，所有人都做过相同的承诺，但都没有实现诺言。

人们可能认为，国家债务不断扩张将不利于债券价格，因为这需要大众接受政府所发行的债券。未必如此。80 年代债券大幅扩张时，债券价格却普遍走高。所以即使赤字或债务删减，仍可能伴随着利率的不断扬升。多年来，重贴现率已经没有调升了。这种现象最后发生时，情况可能完全改观，它可能来自于实际的压力，而不是为了政策上的考量，而实际的压力也不会轻易消失。现货市场出现利率上升压力的征兆时，我便很难压抑自己不放空利率期货。利率期货看起来价位过高，而且十分脆弱一却继续攀升。

股价指数期货

1987 年 10 月份股市崩盘之后，道琼工业股价指数当时站在 1800 点。五年后，非常令人讶异地，指数几乎倍增。以往人们认为股票市场是经济活动的有力领先指标。然而，近年来情况不再如此。1987 年的崩盘并没有（not）预示经济衰退（事实上，却出现房地产的大荣景），90 年代初期的经济衰退却伴随着普遍上扬（rising）的股票市场。

作者撰写本文时（1993 年夏天），股票市场的空头正确地退出，相对于股价而言，盈余与股息均处于历史的最低水准。然而，市场却卖力向上攀升，这是因为固定利率投资工具的报酬

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率过低，资金不断涌入股票，在过去五年内，有一件事是明确的，即利率与股价之间存在着强烈的关系。只要利率从目前的低水准向上扬升，则会使股票市场多头哄拥向出口。

股票价格反映了大众对于资金与投资的态度，虽然股票价格在逻辑上应该与公司资产价值有关。即使经济状况真的（does）出现某种程度上的复苏，也不保证股票价格会因此而上扬。事实上，以市场普遍具有的错置现象，人们不应该讶异于目睹的经济繁荣却伴随着股票市场空头。最大的惊奇似乎存在于下挡。我知道，这谈不上创意的见解。

外汇

如果外汇的预测存在着若干可信的基本面因素，则确实是被隐藏的秘密。外汇属于以谣言为导向的商品，它们以不同预测的方式反应政治家与财政部长的言论。随机的影响因素很多，但缺乏可供运用的实际基本面资讯，因此外汇成了技术分析、人工智慧与电脑迷最喜爱的交易工具。

外汇交易员非常仔细地观察外汇水准。假定美国利率水准走高，则外汇行家认为，资金将由欧洲流向美国（以获得更高的利息报酬），因此促使美元转强。国内利率上升的典型短期反应是美元上涨。然而，这种推理与反应都存有谬误。驱使利率走高的因素是该货币所蕴涵的通货膨胀压力，相对于通货膨胀压力轻的货币而言，通货膨胀压力重的货币应该贬值。如果某个国家可以单单依赖调高国内利率来增强币值，则阿根廷为什么没有世界上最强势的货币呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在外汇市场，具有基本面支持的是日元稳定上升的走势，理由是日本从世界其他国家所得到的巨额贸易盈余。以生活水准为基础来判断，日元目前已经严重高估。一旦日本的贸易盈余消失，日元将重挫。它便是我在未来十年内，在空头市场中所选出的标的。

资料来源

基本分析人士永远会留意供给/价格关系中的失衡。大抵而言，商品的价格会公正地反应当时的经济现实，否则就是价格失衡过小不值得采取某种部位。因此，理性的交易员会随时留意整体商品的情况，因为我们不知道何时或何地会出现有趣的机会。所有的商品市场随时都是潜在的交易对象。

有些交易机会可能源于交易员对世界局势的了解，而不需要供、需方面的特定知识——我认为金融期货这方面的机会最多。但是，一般而言，漫不经心的观察者将难以掌握机会；交易员必须自己去探索这种机会。经济资料虽然十分普遍，但是挖掘并使自己拥有足够的资讯，则非花费一番工夫不可。

非常不幸地，没有任何权威人士可以宣称那些资料是有关联，那些则无关联。唯有经验才能告诉交易员。有抱负的基本面交易者可能欣然发现，他可以在短时间内拥有如此的批判力。如果最初的许多基本面预测皆属错误，这并没有关系；在“干旱”时期，交易的纪律应该可以使损失最小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于要取得历史的基本资料，则可以参考可怕的《伟达商品研究局商品年鉴》（Night-Ridder CRB Commodity yearbook）。你可以在其中找到各种主要商品详细的供给、消费与价格数据，并附有解读这些数据的文章。本书原为商品研究局（Commodity Research Bureau）所出版的《商品年鉴》（Commodity yearbook）。它过去有很多内容上的错误，若干早期的手册也不能过分信赖。最近的手册已经大有改善，但仍有一些不是理由的错误。

关于最新的每日商品新闻，经纪商有固定的管道与所有主要新闻机构保持联系；一旦新闻发生，它们会透过电脑屏幕或其他书面方式呈现。

对投机客而言，最有用的资讯来源可能是《普查报告》（Consensus）商品周刊，它摘录所有重要的商品数据（它在时效与在采取行动前所需的思考之间，颇具惊人的平衡作用）。《普查报告》也根据商品种类，摘录各主要经纪商的市场研究报告。阅读摘要是熟悉各种商品经济面的绝佳方法。另外，定期阅读专栏，可以让你了解“专家”如何依据同一组事实，提出完全不同的解释——这是培养自我观点一项最有用的练习。

关系与连结

如果你熟悉商品的基本面，尽管你的判断未必始终正确，但始终会奠基于逻辑的基础。然而，不要期待市场反应会符合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逻辑。单纯地从事交易吧！你不能被动等待必胜的交易。没有人会帮助你做研究，将致胜的交易置于银盘之上，呈现到你面前。如同我不断重复强调着，专业技巧不能用钱来买，致胜的态度必须由内心产生。让想像力运作。如果你不能如此，则不要从事交易。

有些人非常聪明、勤奋，并且致力于市场研究，他们也充分了解游戏的性质——风险、报酬，以及所需要的纪律。然而，他们无法运用其知识，因此无法成功。我认为，活泼的想象力是成功的要件。如果你无法施展才能，则不可能获胜。如果我提出其他见解，则我是在欺骗你。

致胜的商品游戏与美妙的挥击高尔夫球，两者之间有许多共通性。它们都是不自然，难以达到尽善尽美的，更难以传授。

在击球之前，想像所有可能发生的事。当你紧握球杆，前后、上下摆动，好好体会那种感觉。然后，想像球飞向了你的目标，完全遵照计划而完成。

将击球的过程在脑海里演练，这有助于你激起肌肉的记忆，使你能够依照你的希望完成球局。在沉重的压力下，尤其更有助益。在脑海里凝视你所希望的结果，并且摒除负面的思虑。

我知道，我宁可信心十足地挥出失误的一击，也不愿意做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出脆弱地尝试，因为这样永远不会有成功的机会。犹豫不决将不可避免地腐蚀信心。在“阅读”时充满信心，然后放手一搏。

——亚诺.帕玛(Arnold Palmcr)

《精通游戏的基本面》

(Mastering the Fundamentals of Your Game)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

执行

判断正确与保持参与

从事交易，任何一笔交易，是一件令人愉快的单纯事件。出场，尤其是胜利的出场，则会产生问题，除非你是依据机械式的交易系统从事交易；历史经验会显示，你要不是在场内停留过久，便是过早退离。如果你恰巧在某个高峰或谷底出场，你可以将该图形裱挂在墙上。但是，当你出清的部位是逆势（against the trend）的操作，则不妨在图上做附注。

如果你对市场的判断基本上是正确的，则你会希望从交易中尽可获利。但是你知道，或你将因着经验而发现，多头或空头市场的结束是非常混乱的事，高峰与谷底唯有在几个礼拜之后才会趋于明朗。你也会发现，你的判断基本上虽然正确，但市场仍会依有利于你的方向过度反应（overreact in your favor）；价格的涨、跌幅会远超过你单从基本面所做的预测。自然地，你会尽可能利用市场愿意提供给你的过渡的机会。在大型走势的末期，由于你无法利用基本面判断价格，基本面交易的合理出场方式，则是透过你事先决定的某种技术面讯号（some sort of technical sign）。将胜利交易的出场，视为一场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你随时随地乐于接受的挑战。这是误导人的想法，如何处理“成功”，其关系至为重大。预测正确，却未能依预测而获利，是一件最残酷的事。

“我在这一波大势开始之初便进场，但我在第一次回档就出场了”，某位交易员喃喃抱怨。

“在主要趋势发动的同一天，我便因为停止单遭到触及而出场了”，另一位交易员大声抱怨。

你随时可以听到这类的埋怨，人们因为自己的缺失而责怪市场。所有的交易员都面临相同的问题，唯有明了问题并提出解决方法的人，才能在最后脱颖而出。策略的订定不能因为市场的逆势而使交易遭到破坏，也不能因为交易员处于无法理性思考的情况下，而做出关键性的决定。

对于大规模的价格走势，正确的判断未能导致获利的结果，其理由很多。交易员可能因为停止单遭到触及——或许不止一次——而感到沮丧。交易员可能爱上其胜利的部位而持之过久。交易员可能实现获利之后，于趋势反转时，企图重复其最初的交易而陷入亏损。或者，交易员可能未采取行动建立他所相信的部位，原因是他在市场上所拥有的部位已经令他分心。或者是他的注意力正集中在其他事务上。

以我的朋友乔治为例，他从事医疗工作，偶尔也会涉足商品交易。乔治喜欢根据线性的世界观，从事单纯的交易——他喜欢在十二月份买进柳橙汁，希望大风雪在下一个礼拜侵袭佛罗里达州。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乔治从事这项计划已经有许多次，每当他做多时，寒风暴雪始终不降临，或者大风雪会在他采取行动之前就来临了，他经常看着自己的多头部位逐渐下跌，因为冬去春来，每次冷锋都无害地吹过乔治亚洲边境。他在几年前的圣诞节夕打电话给我，告诉我这是终极寒害的一年。

“不要问我为什么”，他说道，“我就是知道”。

我没有问他理由，但是他还是告诉我，列举落基山所发生的各种气候异常现象。我曾经听过这种故事，但并不受诱惑。乔治虽然深信这种现象，但需要盟友的支持。

“嘿”我说，“你知道我不参与气候型的市场。但是，如果你相信，就放手一搏吧”。

“我是要放手一搏”，他说，“我立即打电话给彼得”。

“只要给他指示”，我说，“不要和他讨论”。

“为什么不呢”？

“你知道为什么不”。

“不，告诉我”。

“他会要你做多可可豆”。

“我是要买进柳橙汁”。

“什么时候”？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“就是现在”。

“以市价买进吗？”

“或多或少吧”。

“或多或少是什么意思？”

“市场上涨 2 美分，我回掌握第一次回档的机会”。

“如果没有回档呢？”

“我会以收盘价买进。我的病患正等着我。旅行回来之后，我会再打电话给你”。

“你要去那里？”我问道。

“佛罗里达州，我没有告诉你吗？”

“没有”。

“你知道吗？我这次的赌注将采取避险动作”。

“你是什么意思？”

“如果天气很糟，我至少可赚一笔财富”。

乔治的确递进了买单，但市场整天都处于涨势。柳橙汁临收盘前，其经纪人因为某项紧急事故，使乔治无法变更其委托单，因此没有买进任何合约。

在未来的一个礼拜，庞大的冷锋横扫佛罗里达州；迈阿密

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十年来第一次降雪。乔治裹在毛毯里，以观赏电视渡过他的假期。而柳橙汁连续十一个交易日以涨停做收。现在，他改喝葡萄汁了。提到这一点，我长久以来也不曾见过他碰巧克力了。

商品交易是一份有高度压力的工作，事实上，它本质上便具有高度的压力——交易员凝视着报价机上不断跳动的数字时，他们的脸形会因为专注而扭曲。让我们坦白地说。你不能期望在不承担某种程度的压力下从事商品交易。这没有问题，其它刺激的工作也有高度的压力，因此不应该为这项理由而拒绝这类的工作。虽然如此，在商品交易中，应该避免在压力极其沉重的情况下做决策，因为这些决策通常都是错误的——不论是认赔是获利的决策都是如此。可忍受的压力水准会使我们的感觉更加敏锐，却不会妨碍我们的思考。

压力是可以接受的，只要心智随时能苦心地搜寻相关资讯，以客观的态度消化之，并理性地评估各种选择方案。我们持有庞大的部位时，便很难一面凝视着报价机，一面做清晰的思考。我们可能会因为获利或亏损而呈现不同的思考方式，但只要担心所抱持的部位，则不论盈、亏，我们都无法恰当地思考。

某个部位的发展不利时，我们会寻找各种藉口避免做决策——拖延或选择性地忽视我们所不喜欢的新闻。我们听我们所想听的内容，而我们所想听的内容又是我们坚持亏损部位的理由——完全可以理解，但完全错误。另一方面，市场走势有利时，我们便会在激动的情绪中寻觅纾解的方法，寻找藉口获利了结。市场盛行的陈腔滥调，例如："你不会因为获利了结而破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产”，会轻易地侵入我们的心智，虽然我们确切地了解，过早出清致胜的部位是导致破产最稳当的方法。

为了这些缘故，在建立每一个新的部位时，应该设定行动基准点(action points)。行动基准点是任意选择的风险(risk)与最低获利(minimum profit)目标水准，基准点未被触发之前，不应该有所行动。基本面交易决策的执行是非常严肃的事。所以，当某一个行动基准点遭到触发而生效时，交易员极不可能因为基本面的理由而放弃该部位。

某一个行动基准点最后一定会被触及。在此之前，交易员应该专注于其他可能的交易机会，而不应该让市场中所建立的未平仓部位造成自己分心(以我个人而言，我必须承认我身为交易员的最大败笔在于，我因为市场上的其他问题而错失交易的机会)

在某个交易部位建立，而且实际递入停止单之后——我是指实际递入，而不是在“心理上”设定停损价位。将交易中承担风险的资金视为已经亏损的资金，是一种不错的态度——因为它非常可能因亏损而丧失。它当然更不是可用以支援其它部位的资金(如果“已经亏损”听起来过份悲观，则用“暂时搁置”说不定就够了)。这种思考方式并无负面效果。在心态上接受这项损失，知道自己可以平静地对待它，则未来只可能比这个情节更乐观。它可能非常乐观而到达辉煌的境界。

对于要预设停损点的交易员而言，采用行动基准点是尤其重大的纪律。然而，同样有效的纪律则是让市场操控会变化的停损点，这可以根据预设的反转准则来执行一如用我在“驱使”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者”系统所设定者。

建构因素

假定你发现价格失衡的现象，而想要在期货市场依此判断建立部位。你当然希望你的部位会获利，但不确知实现该目标的最佳方法。你所面临的实际考量如下：

——要尝试多少幅度的价格走势？

——如果目标可以达成，则应该如何进行？

——在第一阶段，要承担多大的风险？

——如果遭到停损出场，要如何坚持？

非常自然地，建立部位之后，希望一切顺利发展，而且出场方式会变得明朗，这种想法是比较单纯。在通常的情况下，事情不会如此发展。你最好在开始的时候，便对自己的目标有清晰的了解；你不太可能在事情的发展过程中发现它。在市场中，人很容易走岔路——即使你拥有正确的预测——在没有交易计划的架构下，你非常容易糟蹋该笔交易。

一但你决定放手一搏，建立了自己的部位，如果市场完全遵照你所预期的方式发展，然后让你出清合约而攫取巨利，这多么美好。在我们的心中，我们或许会认为，所有的交易都会遵照这个方式发展。但是，我们知道这是十分罕见的；在交易过程中遭遇挫折——即使是一笔胜利的交易也是如此——几乎是不可避免的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在某种期货合约建立多头部位之后，考虑其可能发生的结果。第一种情况，这也是最单纯者，如果价格触及停损价位，你就出场了，交易也过去了——至少暂时如此。虽然这不是你所希望的结果，但它未必就是一场灾难。在有交易计划的情形下，你对这种结果在心理上早有准备，也知道如何处理。如果没有交易计划，你可能会咒骂该项商品而另谋机会。如果你够疯狂，你甚至可能放空该商品——出于纯粹的憎恨。

我们继续讨论你被停损出场的此一情节，但你没有基本面的理由改变心意。那么接下来要如何处理呢？实际上这取决于市场情况。如果该商品价格持续下挫，远低于所设定的停损价位，那么你最好重新评估基本面的情况；认为你的判断值得怀疑，至少暂时如此；然后在其他地方找机会。

然而，假定在停损出场之后，市场再度回升(图 7-1)。如果市场回升到当初的棘手困境，因为除非立即采取行动，否则你会成为悲切的旁观者，而市场正验证了你对基本面的预测。做为旁观者以外的另一个选择便是再度进场，很可能这会高于你最初的买进价格，而且不保证你不会第二度遭到停损出场(对市场方向的研判如果完全错误，其结局将惨不忍睹，所以采用停损策略是不可或缺的)。

仅仅因为市场的逆势而触发停损单，并不能因此而改变一个人的市场观点。因此，在心理上虽然难以接受，但这却是唯一符合逻辑的策略，即在遭到停损出场之后，持续建立该部位——如果市场看起来会确认最初的判断。这种恼人的情况会告一段落，因为价格终究会脱离触及停损价位的“战争区”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 7-1 进退两难的恶劣处境



这是黑暗面。现在让我们看看光明面：多头部位是成功的；停损单未被执行，价格则朝有利于你的方向发展。但是，这并非单行道：市场会出现回挡，每当市场出现回挡，你便会犹豫是否该出场，或者应该坚忍度过这段期间。当然，你最后还是会出清该部位（和股票不同者，商品具有一项魅力，即商品期货合约有到期日，这会逼迫顽固的人下决定）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在主要的价格走势中，会包含反方向的次要走势。这些次要走势唯有在事后才能够辨认。它们在进行时，就一切角度来看，都像是主要的反转。它们之中有一段走势会是主要反转，但当时你无法去辨识。所有的次要反转都应该视为潜在的主要反转。

处于趋势的需求以及保护自己免于主要反转伤害的需求，在两者之间，如何取得平衡？你将发觉，在上涨行情中出脱获利的部位，通常是错误之举，因为挑出市场高峰或谷底的成功机会很渺茫。解决之道是采用某种形式的追踪停损单让自己出场。这虽然不是完整的解决方法，却是解决方法的一部分。

一旦结清某个部位之后，你便成为舞会的旁观者。你当然随时可以再度进场。想像获利的多头部位在遭到停损出场之后，在你没有参与的情况下，多头市场又展雄风。现在，你陷入另一个困境——是否要再度进场。

我不希望详述明显的事，但我希望强调，一笔以基本面为依据的成功期货交易，需要预先的思考与动态的规划。很少交易员会考虑到最初停损点之后的事。事实上，很多交易员甚至连这一点都不去考虑。但是，尽早针对可能的事做规划，你才能大体控制交易的成功。任何基本面计划所蕴涵的策略奠基于：对价格判断正确时，你必须尽可能地利用每一次机会；判断不正确时，则必须保留实力。我希望观察不同的基本面策略，检视它们能够如何地运用，并在事后检讨它们的绩效。

交易是求取平衡的行为一高融资与高风险之间的平衡；尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能乘风破浪的欲望以及惊涛裂岸之前脱身的需要，两者间的平衡。处理这种平衡行为的方法，便是拟订交易策略并满足下列条件：

第一条件：设定停损价位，建立某部位之后，便立即递入停损单。道理虽然明显，但在信心满满时，很容易被忽视。如果你不喜欢停损单，便采用限价停损单——但必须递出！然后，你可以自由自在地在其他市场搜寻交易机会。

第二条件：建立再度进场的机能；如果不想错失主要走势，则此机能是不可或缺的。非常的痛苦，因为你必须面对先前遭到停损出场的亏损。能够在遭到停损出场之后，再度进场建立相同的部位，便是真正专业的标记。业余者会抱怨、诅咒市场而放弃交易；专业人士则昂首阔步前进，视每一笔交易为独立的交易。

第三条件：决定如何获利了结。走势在某一个点之后就会溜走，该笔交易也应该考虑结束。能够脱离胜利的交易而另开战场，这也是专业者的标记。做了一笔好交易的业余人士，会误以为自己拥有了市场的专业知识，而无法离开市场。在一场胜仗之后，他会逗留在该市场，并从事多、空操作，而他通常会将获利归还给市场，并支付额外的代价。

许多策略可能设计来满足第一、第二与第三条件。但是任何策略若不符合上述条件之一，则我认为该策略有严重缺陷。

惟有当我们将时间定于某一时点，基本面策略的事后检验才有意义，当然其中也包括假设该时点所具有的多、空偏差，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及此偏差在检验期间都没有变化。我们必须承认此假设有些不切实际，因为它蕴涵某一种看法在相当的期间内是固定不变的。在实际的市场情况下，基本面发生变化时，交易员会不断改变他对某种看法的相信程度。但是，一般而言，促使他建立部位的情况并不会突然产生变化。另外，如果交易员有纪律，他会设计一套计划来完成他的交易，以随时防止寻找获利了结藉口的诱惑。

既然基本面交易涉及在何处进场的判断，它假设的执行点可能无法像“系统”交易(它不以判断的资料作为进场决策的依据）一样能够精确地模拟。虽然如此，我们仍然有理由挑出一个时点并提出一个问题:“如果我在此处有偏多（或偏空）的倾向，为了不致于错失大型走势，我会规划什么呢？

一笔交易不论它持续六天、六周或六个月，都需要计划。如果你对某一市场持多头看法，则最简单的策略便是买进而持有；你买进、持有、希望它上涨。如果它未上涨，则等待。有时候，这会是一段漫长的时间。我提及买进而持有的策略并非完全属于开玩笑性质，因为这是股票市场中最普遍的策略，而股票市场放空的情况十分罕见。在商品市场，这也是普遍的策略，但它并非源于事先的设计，而是疏忽的结果。在多头部位中不能坦然接受小额亏损的交易员，会陷入这种买进而持有的策略。毫不令人讶异地，就我所建议合逻辑的交易计划所需具备的条件而言，买进而持有的策略并不满足其中的任何条件。

我重申这些条件的重点:

——第一条件:停损单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——第二条件：再度进场的机能

——第三条件：出场的机能

读者心目中可能有了符合上述条件的策略。我在此处所要检视的策略则是“驱使者”策略的修订版本，而我在第四、五章中已经相当彻底地测试了“驱使者”的策略，就如同任何策略都是好策略，只要稍加修改，便能满足上述第一、第二与第三条件。

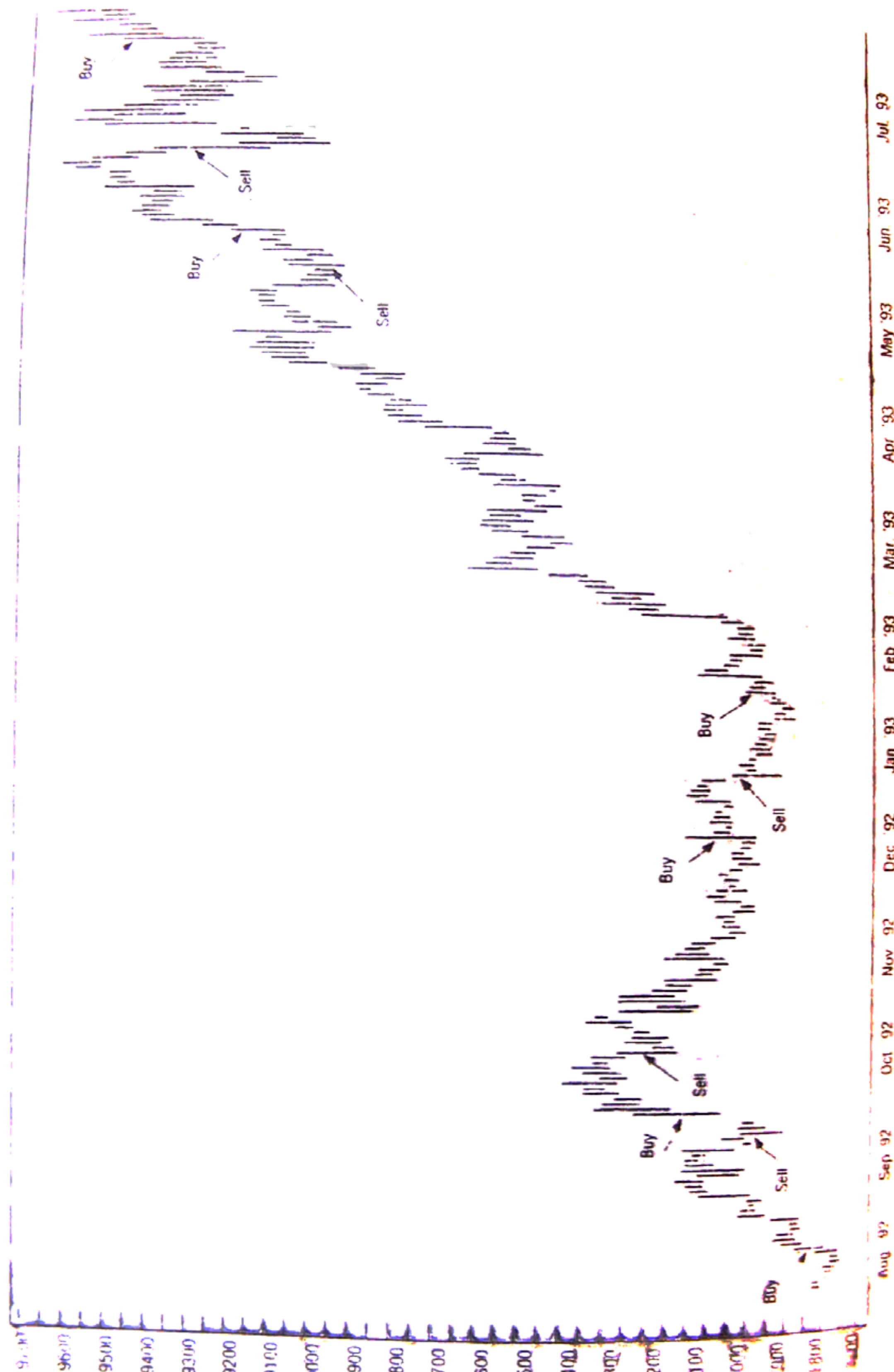
为了展示修订版的“驱使者”系统（其参数设定于十年前）如何能被用来执行基本面的交易，我需要一组实际的市场资料。要利用商品历史价格检定某个策略时，人们会涉嫌预先选定一个有利于其理论的市场。这是相当合理的批评，而作者所能反驳的唯一方法，便是澄清自己的动机。我并非用此资料检定某一个预测，而是执行一项策略，并善用此项预测。

我所选定用来检定的市场是日元合约，涵盖的期间从 1992 年 8 月 1 日到 1993 年 7 月 30 日（图 7-2）。期间恰好为一年，这也是我所能得到的最新资料。为什么选择日元？一方面因为它是交投非常热络的市场。另一方面，该市场具有强烈而且相互矛盾的基本面因素（strong contradictory fundamentals），因此非常适合从多头与空头的角度假设一种交易策略。让我强调，此处我所关心的只是交易的执行（execution）——不论多头或空头，我都不关心其背后的基本面智慧（wisdom）。

在 1992 年 7 月份，日元兑美元已接近其历史高价。日元多头指出，日本看似永无止尽的贸易顺差，是日元持续攀高的合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 7-2 十天高价低价反转系统应用到日元期货一年



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理因素。日元空头也很合理地指出，东京一杯咖啡的价格高达 8 美元，并指称以生活水准为基础，日元已经严重高估。

如何执行交易

在前文中，我曾经描述纯粹技术面交易系统的运作情况，并且相当蔑视地命其名为“驱使者”。该系统是根据单纯的十日高/低反转原则来操作。现在考虑利用此“驱使者”系统于日元市场，为期一年（图 7.2)。“驱使者”是一套反转系统；它回补空头部位时，也会同时建立多头部位。在一年中，“驱使者”完成了十一笔交易（最后一笔交易是尚未平仓的部位)。

采纳所有的多、空讯号，“驱使者”在扣除折损之后的累积净获利为 949 点（表 7-1)。日元是价值相当低的货币，但其流通量非常大，949 点相当于 11,863 美元——这是没偏见的技术面交易者，采用“驱使者”操作的每口合约报酬率。

如果基本面（fundamental）交易者认为日元即将上涨，则他会如何利用“驱使者”执行其策略呢？很简单，只要遵循所有的买进讯号，而忽略所有的放空讯号（表 7-2)。如果只采纳买进讯号，则每口合约的获利将提升到 16,500 美元。这当然是预料之事，因为日元处于整体的多头市场；偏多的交易员，其表现也应该低于多、空操作的交易员。在一年中，日元由 7900 上涨到 9500——以外汇而言，这是可观的百分率涨幅。只采纳多头讯号（总共有六个）的“驱使者”掌握了总涨幅的 80%——在 20,000 美元的理论可能值中，获利 16,500 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-1 应用“驱使者”十天反转系统到一口日元合约一年所产生的交易，共有十二个反转讯号。损益以点数(1 点=12.50 美元)和美元金额表示。买卖一口的交易成本(折损+佣金)假定为 20 点(250 美元)。

序号	买价格	卖价格	多/空	盈/亏	加入交易成本后的盈/亏	累计盈/亏	
						点数	金额（$)
1	7871	7860	空	-11	-31	-31	-387
2	7871	8005	多	134	114	83	1038
3	8162	8005	空	-157	-177	-94	-1174
4	8162	8246	多	84	64	-30	-374
5	8092	8246	空	154	134	104	1301
6	8092	8053	多	-39	-59	45	562
7	8007	8053	空	46	26	71	887
8	8007	8924	多	917	897	968	12100
9	9098	8924	空	-174	-194	774	9675
10	9098	9259	多	161	141	915	11437
11	9368	9259	空	-109	-129	786	9825
12	9368	9555	多	183	163	949	11863

表 7-2 应用十天反转系统到日元所产生的结果—只选择多头讯号

序号	买价格	卖价格	多/空	盈/亏	加入交易成本后的盈/亏	累计盈/亏	
						点数	金额（$)
1	7871	7860					
2	7871	8005	多	134	114	114	1425
3	8162	8005					
4	8162	8246	多	84	64	178	2225
5	8092	8246					
6	8092	8053	多	-39	-59	119	1487
7	8007	8053					
8	8007	8924	多	917	897	1016	12700
9	9098	8924					
10	9098	9259	多	161	141	1157	14462
11	9368	9259					
12	9368	9555	多	183	163	1320	16500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在此关节，我们提出明显的问题：帐户中需要多少的净值才能获得 16,500 美元的利润？一个没有明显答案的明显问题。最简单的答案是法定最低金额，交易所规定的保证金（margin）（就日元而言，大约为 3000 美元）。虽然在此特例中，3000 美元是足够的，但就实务而言，3000 美元并不足以融通一口日元合约。以日元目前的波动情况而言，我们认为每口合约 10,000 美元较适当——这仍然是十倍的融资比率！商品融通所需的资金会随着合约规模、商品价格波动的幅度，与帐户内分散投资之程度而有所变化（我会在下一章详细讨论资金管理的整个内容）。

这是有关市场的多头面。对于在基本分析上看空的交易员又如何呢？非常自然地，这位交易员仅会采纳“驱使者”的空头讯号（表 7-3）。在这种处理方式下，会造成他 371 点（4,637 美元）的亏损。这种策略显然会造成亏损。但是如果你在基本分析的判断上发生错误，则你必须期待亏损。“驱使者”是否能有效地控制这些亏损？这才是真正的议题。

这是一项争议性的问题。不论在任何商品，每口合约出现 5,000 美元的亏损，都不会使任何人高兴。然而，就比较的观点而言，放空而持有的策略会造成大灾难。在 1600 点的可能点数中，仅发生 371 点的损失，这代表了某种程度的控制。处于空方的交易员可以辩称，日元最后反转时，他放空的价格会远高于他最初尝试的价格—当他掌握空头走势时，其获利水准会大幅改善。完全正确。但他是否能够确定，在可见的未来，会出现主要的空头走势呢？空头部位再度进场价格的不断提高造成了累计亏损，显示修订版“驱使者”系统目前所具备的弱点—日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元最后从头部反转而下时，这项弱点也会显露在多方。

表 7-3　应用十天反转系统到日元所产生的结果—只选择空头讯号

序号	买价格	卖价格	多/空	盈/亏	加入交易成本后的盈/亏	累计盈/亏	
						点数	金额（$）
1	7871	7860	空	-11	-31	-31	-387
2	7871	8005					
3	8162	8005	空	-157	-177	-208	-2600
4	8162	8246					
5	8092	8246	空	154	134	-74	-925
6	8092	8053					
7	8007	8053	空	46	26	-48	-600
8	8007	8924					
9	9098	8924	空	-174	-194	-242	-3025
10	9098	9259					
11	9368	9259	空	-109	-129	-371	-4673
12	9368	9555					

我们疏漏了什么。让我们暂时再回归到我所提出三个必须满足的条件，如果该策略能够涵盖所有的重点。

——第一条件：停损

——第二条件：再度进场

——第三条件：出场

使用“驱使者”讯号的选择性交易遵守前两个条件，虽然停损点与再度进场价位并非固定，但是会由市场的行为来决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定，问题则存在于第三条件：没有出场的机能，没有结束交易的方法，没有喊停的方法。对于基本面偏多的交易员而言，“驱使者”的买进讯号颇有利可图。但是任何系统在多头市场都可能发出有利的买进讯号。当多头市场结束之后又会如何呢？

作者撰写本文时，日元的多头市场尚十分完整。如果它进入主要的空头阶段，间歇的反弹走势会导致“驱使者”发出买进讯号。多数的这类买进讯号会造成亏损，因此在多头市场所累积的部分获利会流失，除非系统有否决的机能。

为了厘清出场机能的绝对必要性，我们必须回溯日元在1992年8月份所出现的第一个买进讯号。在那时候，我们必须探讨多头与空头的思考方式，他们根据日元的基本面价值——当时的价格在7900水准附近——做出了完全相反的结论。多头认为7900的水准太低；空头则认为7900的水准太高。如果多头所采取的第一个买进讯号位于7871，随后遭到停损出场，因此他会忽略所有位于7871以下的买进讯号。这种逻辑适用于随后所有的停损出场与潜在再度进场的机会。

简言之，该否决机能会否决任何买进讯号，除非该讯号的价格高于（higher）所有曾经执行的（already acted on）最高买进价格。唯有将其交易局限在不断上升的进场价位，交易员才能确定不会在空头市场的反弹走势中买进（buying rally in the bear market）。在设定这种出场机能之后，则假设的日元多头部位必须略做修正（表7-4）。出场机能的影响很小。它只删除了一笔多头交易，这当然是因为日元处于连续的多头行情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空头市场出现后，出场机能便开始发挥功效。在哪个时候，真正的保护力量（ture protective power)便会趋于明显。

表 7-4 应用十天反转系统到日元所产生的结果—只选择多头讯号而且在更高价位再进场

序号	买价格	卖价格	多/空	盈/亏	加入交易成本后的盈/亏	累计盈/亏	
						点数	金额（$）
1	7871	7860					
2	7871	8005	多	134	114	114	1425
3	8162	8005					
4	8162	8246	多	84	64	178	2225
5	8092	8246					
6	8092	8053	忽略				
7	8007	8053					
8	8163	8924	多	761	741	919	11487
9	9098	8924					
10	9098	9259	多	161	141	1060	13250
11	9368	9259					
12	9368	9555	多	183	163	1223	15287

现在，我们由放空者的观点，来考虑此出场机能，我们发现，当最初的空头部位回补于 7871 后，便不会出现更低的放空讯号，严格来说，不应该再建立空头部位了——在多头市场中，这正是空头者的愿望。

这是否意味日元在 7871 以上便再也没有可供放空的情况？完全不是如此。但目前我所探索的策略是有关于执行特殊的基本判断，而该判断是在特定时间做成的。当然没有据此而反对对在 8500、9000 或 9500 水准放空日元。我只是在讨论一个判

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断，即认为日元在 7900 是高估的，以及一位相信此判断的交易员，其建构符合逻辑之策略的方法。至于日元随后上涨到 9500，则是无关的事实。

交易计划包含出场机能的必须性，现在应该十分清楚了，因为缺少此项机能，交易会变得永无止尽。在纳入否决机能之后，“驱使者”反转系统便成为基本面交易员的一项有效技术面工具；他判断正确时，便可以获得不错的利润；当他判断错误，则可以控制损失。以日元的案例而言，在多头市场，“驱使者”可以使多头市场交易员保持在多方，同时可使空头交易员的亏损保持在能够处理的范围。

我们无法进一步推敲“驱使者”交易系统所导致的盈、亏分配情况。因为这是源于十天高/低反转讯号，操作于相当小的资料样本中（一种商品一年的价格是很小的样本）。我个人的猜测是，任何非曲线配合的（non-curve-fitted）技术面交易法，只要依据基本面分析略作修正，其长期绩效会十分类似。

“驱使者”高/低反转技术在长期的多头或空头市场——例如日元的案例，它在几年内呈现不规则的涨势——其运作情况似乎相当良好。在爆发式的多头市场，这种高/低反转系统的绩效可能比较差，而百分率反转系统的表现则可能比较好。这是“失之东隅，收之桑榆”的情况。让我们面对它吧，不论任何尝试，运气在任何一笔交易都扮演重要角色。你根本无从知道你要面对的市场究竟是那一种市场。

“驱使者”并没有申请专利。不用客气，欢迎采用，可以把它视为一笔好交易。人们支付数千美元还买不到这种货呢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部位的扩充

如果市场走势非常有利于交易员时，又如何呢？他是否可以利用未平仓的获利充当其他合约的保证金，而扩充其部位的规模呢？是的，他可以这么做，但最好要十分谨慎。这种交易法对于小额交易员具有吸引力，这类交易员喜好在某个时间专注于某个交易。

如果交易金额很小，市场走势有利于你时，则扩充部位的诱惑十分难以抵挡。问题是，市场出现回档时，你的交易会出现最大的风险，如果情况逆转，你最好准备快速撤退——说得容易，要做却困难。在下一章，我会详细讨论资金管理的问题。目前，我们这么说便够了，交易员应该随时明白他在市场中的风险程度；相对于帐户的净值而言，他不应该快速的扩充其部位的规模。

对于在同一个时间持有数种商品部位的交易员而言，他们比较不会因为某种商品表现良好，而希望扩充任何其他商品的基本部位。就理论而言，在严格的纪律下，利用未平仓的获利扩充部位的规模，小型帐户有可能转变为大型帐户。然而，我曾经目睹太多的尝试陷入惨败的境界，我无法衷心地推荐这种扩张部位的策略；市场已经提供了足够的融资效果。

融资效果的威力十分惊人。我稍早曾经展示，如何利用技术面交易系统，在日元市场，以每口合约赚取 15,000 美元。日元每口合约的最低保证金可能不超过 3,000 美元（我并没有建议任何人以如此高的融资倍数从事交易）。如果你因为交易而致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富，这不是透过融资效果的威力；而是透过良好的价格预测。

商品市场充满了机会。在二十年的交易生涯里，我目睹大豆从 4.00 美元上涨到 13.00 美元，猪腩由 20 美分涨到 1.05 美元，白银从 2.00 美元涨到 50.00 美元，而糖由 2 美分涨到 66 美分。我们没有理由假定，未来不会出现这种大规模行情；如果我们不能利用这些行情（我们之中的大部分人必定如此）则是我们自己的错误，而非时运不济。

二比一

虽然我相信交易员应该搜寻难以捉摸的大行情，但多数的投机交易——即使是成功的交易也是如此——都属于有限的价格波动。有限获利与无限获利的交易部位，都应该运用相同的原理；交易员必须体认，实际价格与其所设想的价格未必一致，交易员必须准备接受他的见解未必永远正确的事实。

最后，我希望设定一组卖弄式的交易法则。然而，读者可能发现下列指示有所帮助，而能够依此而建立致胜的交易风格。我称其为“二比一法则”(Two-for-One Rule)。它非常易于执行，是一种没有限制性的纪律。

如果一笔交易值得尝试，其获利的目标至少应该是风险水准的两倍，部位一旦建立，交易员应该让市场触发其停止价位，或实现其获利水准。因此，致胜交易的获利程度会两倍于失败交易的亏损。另一方面，失败交易的次数会多于致胜交易的次数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建立部位时，它不应该与市场当天的方向相反。如果你想做多，则唯有在当天市场处于涨势中才可以做多；同理，在当天市场处于跌势时才可以放空。这项限制看起来似乎有些违背逻辑，因为市场在短期内几乎纯属随机。不要与当天的动能相互抵触，其理由在于它会强迫交易员抗拒他最致命的本能——在崩跌中买进，在暴涨中卖出。

在这些范围内，交易员可以随其所好，自由地选择与执行任何交易。除了易于处理之外，这类的纪律可以提供交易员一项交易记录，使他能够评估其对基本面的预测能力。

采用“二比一法则”，交易员只要在每三次的交易中，有一次正确，即可维持帐户的平衡。心存此目标，明确地公布个人的打击率，我看不出有什么不对之处。对于缺乏任何知识的(lacking any knowledge whatsoever)新进人士而言，其打击率会超过0.333，只要他们维系纪律。然而，这是很大的条件。

让我以另一种方式加以说明。一贯地以“二比一”方式从事交易，不要与当天的市场方向对做，则想长期地陷入亏损状态是十分困难的事。以我为例，我便不愿意和你对赌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 八 章

资金管理

难题

我曾经参加一个有关资金管理的商品讲习会，其中有一位讲师认为，任何人都不应该以帐户净值 2% 以上的资金冒险投入任何一笔交易。

“为什么不是 4% 呢”，我问。

“风险太高了”，讲师说。“你将遭遇到无法接受的帐户净值跌幅”。

我直觉认为，讲师的说法没有根据，希望继续讨论下去。

“承担 2% 风险的交易员，其遭到停损出场的频率会两倍于承担 4% 风险的交易员。这两位交易员以帐户净值跌幅而言，难道不是一样容易受害吗?”

“不”，讲师非常强调地说。“生存是你的第一要务。广泛的检定显示，在不危害长期交易展望的情况下，交易员在一笔交易中所能承担的最大亏损为其帐户净值的 2% 。还有其他问题吗?”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每当我听到“广泛的检定显示”，而没有看到支持检定的数据时，我便会自然而然地怀疑其真实性。我想我应该改变方向。

“有关交易员部位金额的大小又如何？”

“它又如何？”

“你不认为风险程度（exposurc）是有关的吗？”

“将你的亏损局限在 2%，这就是关系。”

“所以，交易员习惯以 1,000 美元建立五口猪腩部位，其资金上的风险不会大于始终以 1,000 美元买进单口合约的交易员？”

听众变得有点不耐烦。有人想知道黄金是否正进入艾略特波浪的第四波。我想这是应该结束的时候了。

命题：以较低的帐户净值百分率投入每笔交易，则你可以提升存活率。对或错？

在讲习会中，没有其他人质疑 2% 的法则。因为它已经过“广泛的检定”，还有什么疑问呢？我认为疑点甚多。稍后，在非正式的情况下，我与讲师重拾此话题。

“为了方便辩论，假定我接受你的 2% 法则”，我说。“以帐户净值的 2% 投入于每个部位，则我在同一个时间内，可以安全地持有多少独立的部位（independent positions）呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“这并无关联”，讲师说。“如果这些部位真的相互独立，这并无关联”。

这使我毛骨悚然：这完全不符合我的交易经验。我经常在同一个时间内交易几种不同的商品，当它们同时出现不利于我的情况，所造成的伤害程度相当惊人——不论它们是否真的相互独立。

“你是说，交易一口黄豆与一口糖的帐户，相对于只交易一口黄豆合约的帐户，其可能的净值跌幅不会比较大？”

“如果糖与黄豆的波动风险程度相同，是的，这便是我所说的意思”，他重复说。

在这时候，一位热衷于期货交易的跑马专家也加入谈话。他非常赞同讲师的论点，并宜称他能以非常简单的方式解决这个问题。他从口袋掏出一枚铜板，并投掷它。然后从地上拣起那枚铜板，再投掷一次。

“这次投掷的结果”，他说，“与前一次投掷的结果是相互独立的”。

我早就知道了，但我还是很有礼貌地倾听着。

跑马专家又掏出另一枚铜板，同时投掷两枚铜板。

“同时投掷这两枚铜板，其结果也是相互独立的”，他接着说，然后停下来等我的认同。

我点了点头。真理是一件美好的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“但是你的两次示范之间有一点差别”我说。

“什么差别？”

我想我有很稳当的根据。

“假定它出现‘正面’时，我赢；‘反面’，则你赢”。

跑马专家接受了。

“在这种情况下”我说，“你同时投掷两枚铜板时，则你承担了损失两枚铜板的风险。但是你投掷一枚铜板时，则只承担一枚铜板的风险”。

“就长期而言，这是没有关联的”，跑马专家面带恶意的笑容说。“看看这个”。

他又投掷两枚铜板，但其中一枚铜板则稍迟于另一枚铜板。他用双手遮掩铜板，然后同时展开。

“这一枚是糖”他说。“而这一枚是黄豆。不论我是同时交易，或是一种接一种地交易，其结果都相同。我可能两者皆赢；两者皆输，或输、赢各一”。

我迷惑地盯着铜板。跑马专家的逻辑似乎毫无漏洞。

“如何？”他追问。“我同时交易两种商品，或一种接着一种的交易，两者之间有差别吗？”。

“看起来似乎没有”，我心不在焉的说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我谢谢这位跑马专家所做极具说服力的示范，然后便离开了。他在我身后大笑着说。“机率与统计，这便它的一切了”。

命题：同时交易一口大豆与一口糖，其蕴涵的风险不会大于先交易一口糖，再交易一口大豆的风险。有没有意见?

普遍的错觉

投机客走入一家经纪商，希望以 20,000 美元开立帐户。

“我可以交易几口瑞士法郎合约呢?”，他问一位业务员。

“你是指法律规定吗？”。

“是的”。

业务员查阅保证金明细表。

“八口”，他说。

“活牛怎么样？”该交易员问，“活牛可以做九口呢？”

“三十口”，业务员说，“价差交易则为八十口”。

“你所谈论的是很高的融资倍数”，另一位业务员在旁边说。

“那么以 20,000 美元而言，你会交易几口瑞士法郎呢？”该交易员问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“两口”

“两口？”

“没有错，两口”，第二位业务员说。“否则，你的风险太大了”。

“我本人会交易四口”，第一位业务员说。“但我会用比较紧密的停损策略”。

“但是，如果我愿意，我可以交易八口？”

“明细表上是这么规定的”。

商品经纪商设定最低保证金，是为了保护自己，以免受到客户突发的巨大亏损所拖累。他们不主张以最低保证金融通交易，因为任何人以交易所设定的保证金额度从事交易，绝对无法长期幸存；一或两次的错误判断，便使你成为历史。

在市场中比较明智的风险程度是多少？询问五位商品经纪人，你会得到五个不同的答案。这是没有绝对答案的问题；但这是值得探讨的问题，因为适当的资金管理可以让帐户享有顺利发展的余地，而草率的资金管理一定会遭到瓦解。

对于所有的交易员，不论他们了解与否，不论他们能力如何，都将在纯属巧合的情况下（purely by chance），遭逢十分恶劣的连续亏损。因此，明智的交易员必须准备在其交易生涯中接受最恶劣的连续亏损，并确定其帐户有足够的资金融通这种逆境。我在此所做的假定是，交易员是以固定的资金开始从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事交易，他并不准备再增资——这是在踏入交易生涯之前的明智之举（很多交易员不断从事小额交易，又不断遭逢小额亏损，并且定期寄支票给经纪人。以这种方式从事交易的人，对其所做所为毫无信念；他们视商品交易为小小的不良嗜好，但沉迷其中的代价却十分昂贵）。

我所针对的交易员，应该非常严肃地看待其目标。他以固定金额的资金承担风险。如果这笔资金亏损了，他会受伤，游戏便告结束。投机客应该视其商品交易资金为神圣不可侵犯之物，必须不计代价地维护它，但绝不增资。如果本书有一项真实的陈述，它便是：

开具第二张支票给商品经纪人，便是承认失败：交易员如果堕落到此境遇，在心理上已经受伤，他维持帐户平衡的机会并不大——更别提获利了。

我企图说明，帐户净值跌幅的严重程度几乎只有一个自变数，那便是该帐户所习惯持有的部位规模（size of the positions）。某些评论者并不重视风险程度的重要性，而认为交易员保护自己免于“过度交易”的方法，在于限制其每笔交易金额为其帐户净值的固定百分比。有些专家认为，5% 是人们所应该冒险的最大极限；其他人则说是 2% ，我希望说明的是，风险百分率（risk percentages）是学术上的问题，以长期观点而言，唯有风险程度（exposure）才是重要的。

让我们模拟一笔交易，交易员—不论他是图形分析者、基本分析者、或任何类型的交易员—希望以 20,000 美元的实际风险资本，搏取一段黄豆 80 美分的行情（80 美分的黄豆行情相当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于每口合约 4,000 美元)。该交易员曾经阅读一本书，书上警告他不能以超过帐户净值 5%的资金投入任何一笔交易。因此该笔交易的风险／报酬比率为 1:4。

现在，假定这位交易员又从其他读物中得知，他不应该以超过帐户净值 2% 的资金投入任何一笔交易。如果他采纳这项建议，该交易员仍可以交易一口合约，但其承担风险的资金只有 400 美元。他仍然希望每口合约搏得 4,000 美元，所以这笔交易的风险／报酬比率为 1:10——它可以这么认为。

让我们比较这两种保护帐户净值的方法，并检视其同异。对价格突然发生变化的风险，其风险程度相同，因为这两个部位规模相同——都是一口合约。它们所希望攫取的价格走势也相同，因为它根据市场潜在情况而确定应该出现的行情。这两种方法不同之处，只在于它们最初承担风险的金额(amount initially risked)，为了搏取 80 美分的黄豆行情，如果这两种方法一贯地遵守其策略，则以 400 美元承担风险的策略，其遭到停损出场的频率会是以 1,000 美元承担风险策略的两倍半(two and one-half times as often)；因此在同一期间，其净值跌幅的期望值将相同。

在决定长期融资需求时，估计帐户净值的可能跌幅是很重要的。上述两种策略具有相同的帐户净值跌幅期望值，这无可避免地会导致罕为人所了解的市场定律：

交易帐户净值所具有的风险，并不能透过降低每笔交易金额而减少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可以在一天之内，从多伦多市驾车到迈阿密市，你也可以分成三天驾驶；仍然耗费相同的油量到达目的地。以比较低的金额与比较紧密的停损策略从事交易，其效果会被比较频繁的亏损交易所抵销。如果承担风险的金额降低到荒唐的水准，则佣金与折损的费用会把你最初拥有的交易优势蚕食殆尽。

你能够以小赚、小赔的方式降低帐户净值的波动。撇开佣金与折损，理论上，你能够让每笔交易承担 50 美元的风险，而搏取 50 美元的利润。以这种方式交易，你可以撑很长一段时间，但在商品交易中，根本没有获胜的机会。

不论你最初承担的风险是 2% 或 5% ，完成(completing)一笔交易的成本最后大致相同。天下没有白吃的午餐，这实际上是现在支付或未来支付的问题。事实非常单纯，一旦决定向市场挑战(而且不会在半途退缩)，则决定你所承担风险高低的是市场(market)，而不是你自己。在考虑反转系统的操作过程时，这种矛盾的真实性会更明显，在该系统中，交易讯号会导致部位的反转，由多转空，再由空转多，而呈现连续的链状型态。在反转系统，每个新部位所承担的风险完全(absolutely)由市场操控。这种系统不可能承担固定百分率的风险，而尝试以如此的方式限制它，也是荒谬的。

风险程度

以零售业而言，最重要的三件事是地点，地点，与地点。在商品交易中，假定你有了足够的交易技巧，而且在市场上取得了某种优势之后，有碍于你帐户健康的三大威胁则是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险程度

风险程度

风险程度

我所谓的风险程度只是，帐户内可供回补未平仓部位的净值金额。虽然透过良好的分散投资可以局限风险程度，但是巨大的部位即意味巨大的风险。以 500 美元的资金交易一口商品合约的帐户，其所承担的风险远低于各以 250 美元的资金交易两口相同商品合约的帐户。

帐户净值的风险不仅受到风险程度的影响，也受时间的影响；商品交易的时间愈长，发生意外的机会愈大。有人这么说，只要有一部文字处理机，足够的纸张，与充分的时间，则猩猩最后也能完成莎士比亚的所有作品；也有人这么说，交易员交易一口黄豆合约，他最终仍会破产，即使他最初是以全世界所有的资金从事交易。我相信这种说法。

非常幸运地，我们之中没有任何人命中注定会永远地从事交易(我们希望如此)。但是，认真的交易员应该考虑至少要交易十年的时间，也应该考虑融通其投机行为的方法，才不致于遭遇无法忍受的净值跌幅。当然，某一位交易员所能忍受的情况，可能不是另一位交易员所能忍受者。我们必须注意，交易员并无法绝对保证，他不会遭遇足以将其三振出局的净值跌幅。所有交易员都须面对这种可能。然而，遭遇麻烦与自找麻烦之间有很大的差别，妥善管理其帐户的交易员，因为行情变化而迫使他退出市场，则是一件非常不幸的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以往在生命中有两件不可避免的憾事。现在则有三件：死亡、纳税，与净值下跌。交易员应该预留多少净值下跌的余地呢？我只能依据个人所认为不可忍受的程度，提供各位读者一些建议。比方说，以纯粹心理层面的理由，我绝不希望见到我的帐户净值缩减 50% 。许多交易员会看着其净值在一周之内，甚至一天之内缩水 50%，而他们是手持支票簿在交易。我开给经纪人的支票只有第一张，而且打算这么保持下去。

即使十年来我设定了 50% 的净值跌幅为最大极限，但我无法安排我的交易型态，确保这种情况永远不会发生。我只能降低其机率到可以接受的水准。我的最佳风险程度——坦白说，是我透过直觉与经验的累积而获得的，而非依据统计分析——1 比 4（one-in-four）的机会在十年（ten-year period）内出现 50% 的净值跌幅。二十年来虽然不曾发生，但随时可能发生。

机率水准、净值跌幅与期间，都是风险／报酬方程式中的变数，其他交易员对这些变数的重要性可能看法不同。记住，这些是我的（my）选择，是适合我（me）的跑步速度。其他人没有理由不能跑得快些或慢些——在合理范围内。

在既定的机率水准下，交易员是否有任何方法，可以客观地估计可能遭遇的最大净值跌幅呢？有的。在相同的风险程度下，所有有纪律的交易员，其所面临的净值跌幅大致相同，因为净值跌幅与交易能力之间没有太大的关联。净值跌幅取决于市场本质上的随机性。

为了估计预期跌幅，我们必须就盈、亏做一些简单的假

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定。但是“最大预期净值跌幅”(largest expected equity drop，LEED)一旦客观地估计出来后，交易员便能就他希望如何融通此“最大预期净值跌幅”，做成合理的决策。他的交易方法可以极具侵略性，也可以十分保守——只要他了解他所面临的风险情况。

“最大预期净值跌幅”为何是如此重要的数据呢？理由非常简单，一个帐户开始从事交易时，可能正好处于循环最不利的点。如果发生这种情况，则“最大预期净值跌幅”加上保证金，便是该帐户能够开始，并生存下去(survive)的最低金额，暂时甭提获利。人们可能辩称，假定一个帐户在最糟的时刻(worst possible moment)开始从事交易，这是极不恰当的悲观看法。没有错，根据定义，最大净值跌幅是从净值的高峰作为起点(图 8-1)，而净值在到达高峰的过程中，很可能有获利，这可以缓冲净值下跌的部分冲击。这或许是真的，但如此假定则太危险。

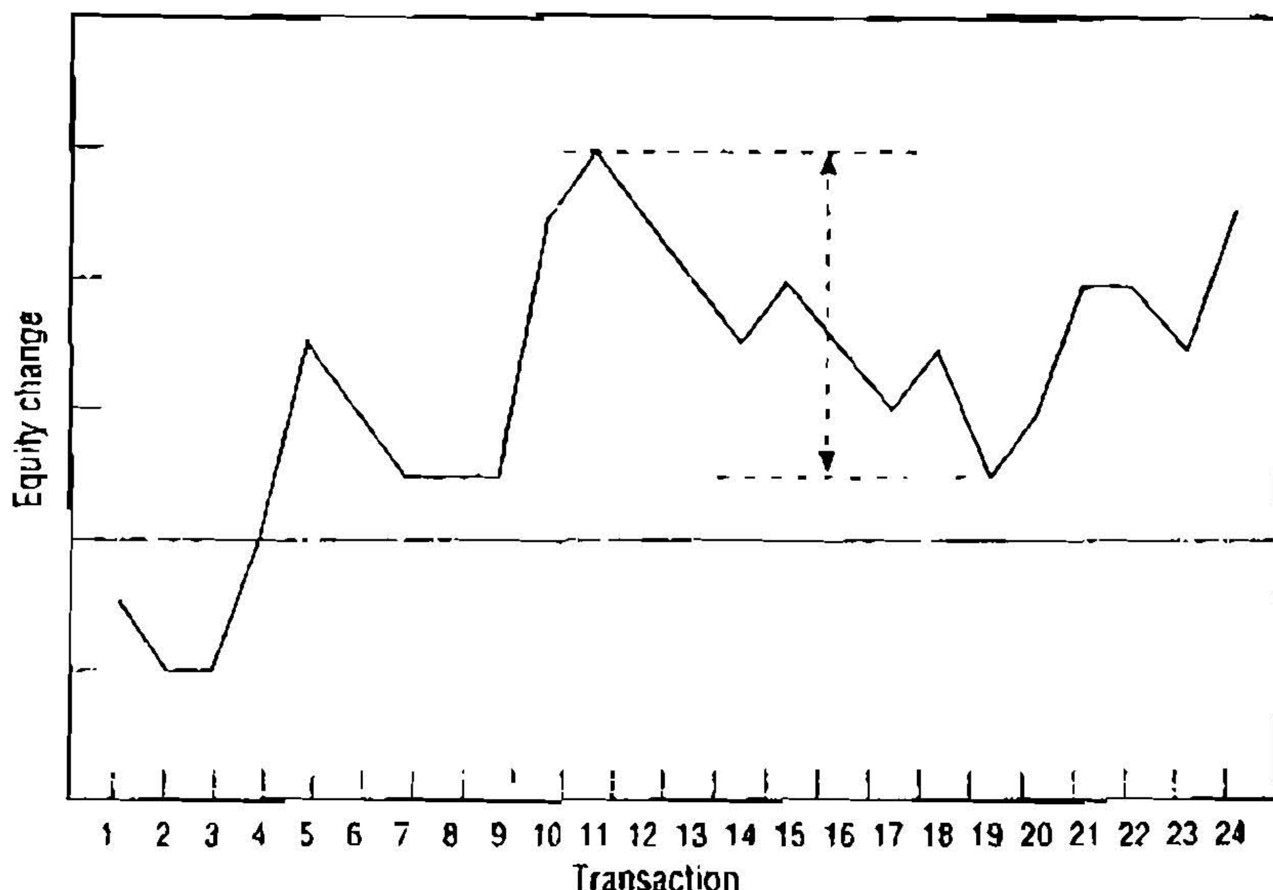
成功的交易员会期待定期扩张其市场部位的规模。帐户净值增加时，照道理其部位规模会扩大，如果部位规模与帐户净值同时增加，则最大净值下跌出现时，该帐户会在一贯最佳的风险程度内交易以便掌握获利机会。

最大净值跌幅

让我们分几个阶段来处理。首先，假定帐户在两年期间，以规则的方式交易一口合约，并考虑其“最大预期净值跌幅”的情况。交易究竟是依据基本面或技术面交易，并无关紧要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 8-1 连续亏损夹杂间歇的获利是系统交易员所面对的常情。交易员面对的最大预期净值跌幅比一般人的想像更高，而且会随着时间而扩大。



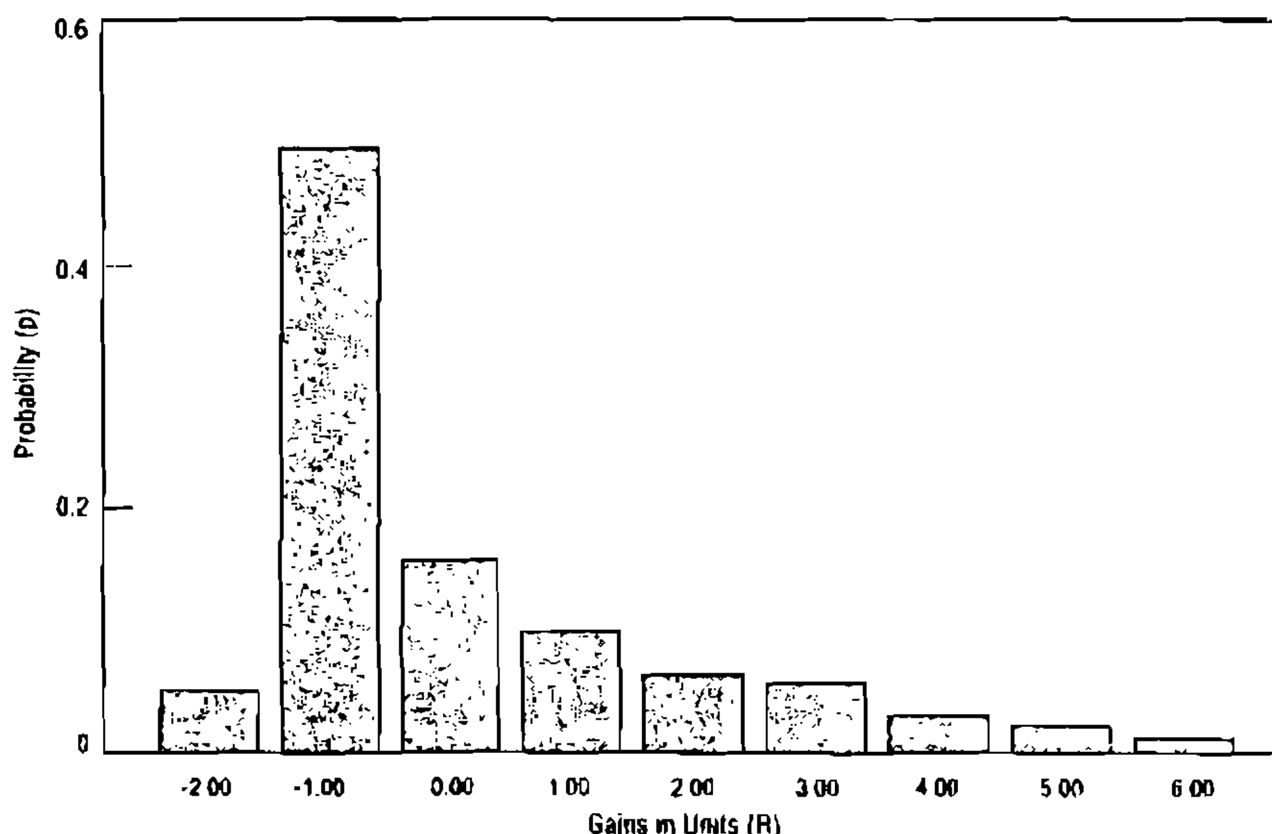
我打算假定交易的频率为每个月一笔（one trade permonth）——大约是任何主流系统的正常周转率。因此，在两年的系统交易期间，我们期待会发生二十四笔交易。

现在，我们必须针对这二十四笔交易的盈、亏之分配，做一些假定。根据“驱使者”的交易经验，我提议一种盈／亏的分配情况（表 8-1 与图 8-2），在有纪律与系统交易方式下，分配情况应该和交易任何（any）商品的典型结果一样。盈、亏次数的分配偏向一方，在右边出现较长的“尾部”，反应出一项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实。即亏损会迅速认赔，获利则会继续持有。就次数而言，虽然亏损多于获利，但每笔交易的期望值（expcclation）仍为正值的 0.1（10% 的获利机会）。

图 8—2 抽样的输赢分配



为了分析方便，我把实际上是连续变数的机率分配函数，转化为离散的条状分配，并以(R)做为其表示单位，这是跌幅高、低价的平均日全距。由于各种商品都有不同的合约规模、金额与市场波动情况，所以将盈、亏数以“平均日全距”(average daily range）表示，是极佳的标准表示法。以（R）表示，则表 8-1 便是交易任何商品的典型结果，这种商品可以是猪腩、黄金或瑞士法郎。以（R）来表示的结果，很容易可以转换为特定商品的金额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-1 在有小额正期望值(10%)的“有纪律”帐户中操作，其结果的机率分配如表所示。尽管单一交易的结果无法预测，但是每一笔交易可以“预期”会产生平均日全距 10%的获利。

盈/亏比（单位：R）	发生的概率	期望值
-0.2	0.05	-0.10
-.01	0.50	-0.50
0.0	0.16	-0.00
1.0	0.10	+0.10
2.0	0.07	+0.14
3.0	0.06	+0.18
4.0	0.03	+0.12
5.0	0.02	+0.10
6.0	0.01	+0.06
	每笔交易的期望	+0.10
	备注：（盈/亏比）*（发生概率）=（期望值）	

我故意选择只有小幅获利期望值的例子。因为此处所关心的是净值跌幅，所以我非常保守地在小幅获利的情况下，估计净值跌幅，而没有考虑大幅获利的情况。即使是一名杰出的交易员也可能陷于长期毫无进展的情境，而这时候正是净值跌幅最可能出现的时机。

从图 8-2 的分配函数中，随机抽取交易结果而构成一个数列(表 8-2)，则我们可以了解，交易次数增加时，净值跌幅也跟着增加。在二十四笔交易中，最大净值跌幅是五单位的 R。当然，这只是样本在两年模拟期间的结果，它受限于许多巧合因素。我们所需要的是，利用此分配函数在比较长的期间，做多次模拟，以检视最大净值跌幅所呈现的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-2 从图 8-1 的分配中抽样 24 笔交易所产生的可能净值变化，注意最大净值跌幅随着交易数目的增加而呈现不规则的增加，理论上，如果持续交易，在某个时点，你会面临无限的跌幅。

交易	盈/亏（单位）	净值累计	最大净值跌幅
1	-1	-1	1
2	-1	-2	2
3	0	-2	2
4	2	0	2
5	3	3	2
6	-1	2	2
7	-1	1	2
8	0	1	2
9	0	1	2
10	4	5	2
11	1	6	2
12	-1	5	2
13	-1	4	2
14	-1	3	3
15	1	4	3
16	-1	3	3
17	-1	2	4
18	1	3	4
19	-2	1	5
20	1	2	5
21	2	4	5
22	0	4	5
23	-1	3	5
24	2	5	5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由图 8-2 的机率分配函数抽取其交易数列做多次模拟，则净值跌幅具有下列性质：

5 年的“最大预期净值跌幅”（60 笔交易）= 11.2 单位

10 年的“最大预期净值跌幅”（120 笔交易）= 15.3 单位

20 年的“最大预期净值跌幅”（240 笔交易）= 21.2 单位

我们可以发现“最大预期净值跌幅”与时间的关系大致上是平方根的函数（译按：年份乘以 24，其结果开根号，则大约为“最大预期净值跌幅”）。我想优秀的数学家可以就此关系式提出理论的证明。我必须只根据证据来分析，结果强烈显示：

交易期间（交易次数）增加四倍（quadrupling），则“最大预期净值跌幅”会增加二倍（doubles）。

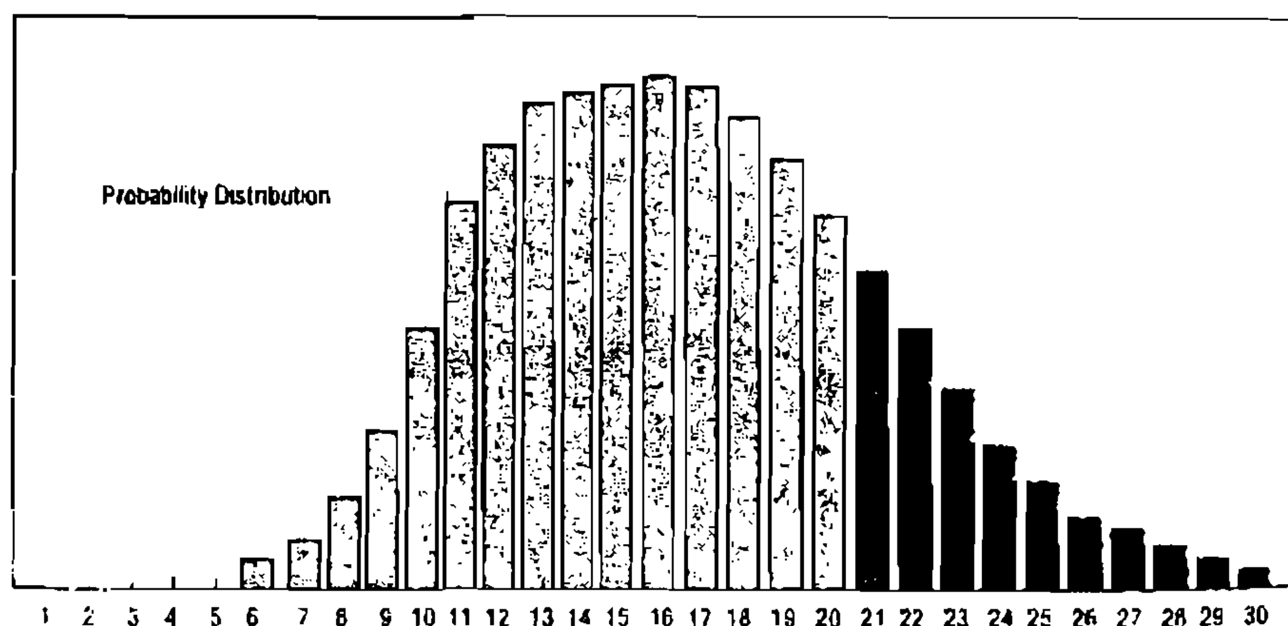
将“最大预期净值跌幅”，视为资金融通水准的实际决定因素，这种看法十分恰当，但必须留意它是期望值——换言之，它是平均数。交易员在其交易生涯中，可能会比平均数幸运、或不幸运。在极端情况下，他可能永远不会有获利的交易。但是，我们对于极端情况的兴趣，不会超过对猩猩玩弄文字处理机的兴趣。如果你想使自己免于所有可能发生的最糟情况，则你最好根本不要从事交易。

我们必须注意，好运与厄运间的差距颇大（图 8-3）。虽然十年期的“最大预期净值跌幅”为 15 X(R)，但有四分之一（one quarter）的最大净值跌幅超过 20 X（R）。我承认我十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分保守，但如果我坚持所陈述的目标，即在十年的交易生涯中，不愿意净值下跌50%的机会超过四分之一，则我必须提出结论。交易任何商品一口合约，其资金融通水准为 40 X（R）[译按：因为作者仅愿意面对“净值下跌50%”的情况，所以 20 X（R）必须提高一倍到 40 X（R）]，这或许值得重复强调：

图 8-3　由纯粹机率所产生最大净值跌幅的分配，尽管十年期间的最大跌幅为15个单位，分配值从6到30，而且有四分之一的值超过20（我自选的切点），即使在长期，好运和坏运之间的差异颇大，仍必须为噩运做准备。



交易任何商品一口合约，其帐户净值的所需融通的金额＝40 X（R）。

上述的（R）代表商品平均日全距的美元金额。现在，我们必须处理多重部位的问题。假定40单位的（R）相当于一口

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄豆合约的 20,000 美元，则这一律 20,000 美元是否可以让我们建立另一种独立的部位，例如一口糖合约，而不会提高风险呢？

那一位跑马专家在商品讲习会中，就净值跌幅期望值所做的示范极具说服力，一口黄豆与一口糖，它们不论是同时交易，或分开交易，结果都没有任何差异。这位跑马专家在某一方面是正确的，但在重要之处却犯了错。他不曾了解的是，同时交易两种商品基本上会使时间加速，使连续亏损的发生机会增加。然而，对于两种情况相等的示范，使我以前所未能明确表达的观点变得更清晰：

就帐户净值的可能跌幅而言，于一年之内交易 N 个部位，等于在 N 年交易一个部位。

就净值所承担的风险而言，在一年内交易一口黄豆与一口糖，等于在两年内交易其中的一口合约。因为我们刚才说过，“最大预期净值跌幅”是交易时间平方根的函数，所以：

“最大预期净值跌幅”是独立交易部位个数的平方根函数。

两个独立部位所需的资金融通，不需要到达一个部位的两倍。但是我们也不能把两个部位视为一个部位来融通。所需的资金介于两者之间。所以，跑马专家的示范虽然精彩，但不正确（译按：交易 N 种独立商品各一口的合约，其帐户净值所需的融通金额为 $\sqrt{N}/N\left[\sum_{i=1}^{N} 40\times(Ri)\right]$，Ri 为第 i 种商品之平均日全距的美元金额）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-3 资金管理指引

不同的商品建议使用不同的融资需求，包括单笔交易或和其它独立商品相似部位组合的交易

Market	Current price	Daily range (R) (in pts)	(in$)	Equity coverage/contract (alone)	(with1)	(with3)
Soybeans	$7.00	12 cts	600	24,000	17,000	12,000
Wheat	$3.00	6 cts	300	12,000	8,500	6,000
Corn	$2.40	5 cts	250	10,000	7,000	5,000
Bean Oil	21 cts	40 cts	250	10,000	7,000	5,000
Cattle	75 cts	60 cts	250	10,000	7,000	5,000
Hogs	50 cts	75 cts	300	12,000	8,500	6,000
Bellies	50 cts	100 cts	400	16,000	11,400	8,000
Cocoa	$1000	30 cts	300	12,000	8,500	6,000
Coffee	75 cts	200 cts	750	30,000	21,000	15,000
Sugar	10 cts	30 cts	350	14,000	10,000	7,000
O. Juice	$1.20	300 cts	450	18,000	13,000	9,000
Gold	$370	$5	500	20,000	14,000	10,000
Silver	$5.00	15 cts	750	30,000	21,000	15,000
Cotton	60 cts	100 cts	500	20,000	14,000	10,000
Crude	$20	30 cts	300	12,000	8,500	6,000
Swiss	68 cts	80 cts	1,000	40,000	28,000	20,000
D-Mark	60 cts	60 cts	750	30,000	21,000	15,000
Pound	$1.50	150 cts	1,000	40,000	28,000	20,000
Yen	90 cts	100 cts	1,250	50,000	35,000	25,000
T-Bonds	116.00	24 cts	750	30,000	21,000	15,000
T-Bills	97.00	8 cts	200	8,000	5,500	4,000
S & P	450.00	300 cts	1,500	60,000	42,000	30,000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金额

我所谈论的盈、亏与净值跌幅，是以平均日全距来表示。这使我不必提及合约的特定规格，而可从事一般性的探讨。由于合约金额不尽相同，且各个商品市场亦具不同的波动风险，所以最后步骤便是决定各种商品的所需的融资金额，

我先前曾经说明，交易员利用好行情从事交易，所承担的风险乃由商品控制，无法透过人为缩小金额而降低整体风险。任何交易的风险程度，直接受该商品当前价格波动所影响，而这会反应在平均日全距之内——我设定为（R）。由于合约规模不同，商品的波动风险也不同，所以每一种商品都有不同的（R）值，也会随着时间而变化（表 8-3）。此处的（R）值反应了 1993 年夏天的交易波动情况。

举例来说，根据表 8-3，在 1993 年夏天，交易一口黄豆合约所需的融资金额为（40*$600）24,000 美元，其中 600 美元为 12 美分平均日全距的合约价值。表 8-3 中的最后两栏反应分散投资的好处；它们分别表示，当一种商品的交易配合另一种独立的商品，以及配合另外三种独立的商品时，每口合约所需要的帐户净值融通金额。

比方说，单独交易一口长期债券，其所蕴涵的长期融通资金为 30,000 美元。然而，除了长期债券，如果同时交易黄金、活牛与可可豆，则长期债券的融通资金将降为每口合约 15,000 美元（译按：$\sqrt{N}/N * 40 * (R) = \sqrt{4}/4 * 40 * \$750 = \$15,000$）同时交易一口长期债券、二口猪腩、三口活牛与三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口可可豆，则最初所需要的帐户净值金额为：

1 x 15,000(债券)

2 x 8,000(猪腩)

3 x 5,000(活牛)

3 x 6,000(可可豆)

总计= $64,000

对多数交易员而言，此处所建议的融通资金看起来高得荒唐。另一方面，多数交易员也会因为超额交易 (over trading) 而被迫出场。不可否认地，我的数据相当保守，而我很谦卑地建议，任何一位活跃的交易员，如果以高于表 8-3 所蕴涵的两倍融资倍数从事交易，则他在未来的某个时间会遭遇麻烦——或许就在不久之后。毫无疑问地，交易员始终会低估市场的随机力量，以及它对封杀他们帐户所具的破坏力。一天，一名拥有必胜交易系统的人，想交易史坦普指数，而问我 50,000 美元可以交易几口合约。我查阅表 8-3 后，给了他一个答案——零。

有一种情况值得考虑，很多交易员的交易频率远低于我所假定的速率一平均每个月变动一次部位一这些交易员因此可以采纳比较积极的交易方式。我不反对这种说法。另外，我的融通建议是建立在某个前提之上，帐户净值下跌时，资金缩水不会降低其交易水准。在实务上，净值下跌时，降低交易部位的规模是很有道理的作法，虽然没有必要每逢亏损便调整，对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些准备“获胜而撤退”的交易员而言，他们在资金融通上也可以承受比较强的侵略性。

交易员的一贯获利率如果能超过 10% ，预期净值跌幅也会比较低，因此可以在较低的融通资金水准下运作。对于这种说法，我一样有所保留。问题在于一贯。我的猜测是，即使是最杰出的交易员，也可能长期陷于勉强持平的状况。当然，主要的帐户净值下跌未必一定会发生在不顺利的期间；但可能性总是比较大。

技术面交易员在同一时间内交易许多（many）不同的商品，透过投资分散程度的提高，可以更降低（even lower）每口合约所需要的融通资金。他们必须非常谨慎，其投资部位是真正地分散了，否则便须为其独立性预留余地。比方说，虽然我们有理由假定猪腩、可可豆与糖之间的变化是相互独立的，但我们没有理由假定瑞士法郎与德国马克之间的变化是相互独立的；事实上，这两种合约的步调十分一致，各交易一口与交易两口合约于任何其中之一，结果相当类似。若干利率期货市场，有时候其步调相当一致，有时则否。对于非独立的交易部位所引发融通风险的增加，则需要判断与评估。

相对于技术面交易员而言，基本面交易员可能比较少进场交易，而同时间所持有的独立部位也比较少。我认为，表 8-3 所蕴涵的融通限制一样适用于此。基本面交易员可以轻而易举地每个月变动部位一次。而以微小的资金追逐庞大的行情。

我认识一位经纪人，他刚刚开始操作一套外汇交易系统，他的投资组合包括瑞士法郎、德国马克、日元与英磅各一口的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合约。这些都是金额很大的合约，市场波动风险也高，同时很容易受到隔夜意外消息的影响。该帐户最初是以 20,000 美元的净值交易此系统。表面上看起来，融通金额尚称合理——至少是交易所规定最低保证金的两倍，每口合约有 5,000 美元。

但是，根据我的计算(表 8-3)，处理这种水准的交易，其合理净值应该是 80,000 美元，几乎是其实际采用金额的四倍。而且，这些合约完全称不上是分散的投资！

不用说，促销此一系统的预期报酬率非常高，因为它是根据一项刻意的超低净值基础计算的。投资人可能因此而致富。但必须马上碰上好运气——并且尽速收拾战果而出场。

跑马场的一天

你口袋里携带 100 美元，直奔跑马场，打算在六场比赛中下赌注。在第一场比赛即将开始前，我向你搭讪，宣称我神通广大，而且有一些你可以利用的消息。我拥有非比寻常的说服力，因此你相信了。我告诉你，每场比赛获胜的马匹都可以得到一赔二的赌金，而你可以在三场比赛中赌赢。问题是，我不能告诉你是那三场。我同时提出警告，你必须在第一场比赛开始前，就决定用你口袋中准备赌马资金的固定比率下注在每一场比赛，否则就不灵了。

“我将 100 美元分成为六等份，每一场下同样的赌注”，你说“依此方法，我就赢定了”。

“不行”我说。“每场比赛，你都必须用你净值的固定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比率下注，不论当时的净值是多少”。

你陷入思考。这远比你想的复杂得多。但是已经接近开赛时间，所以你同意试试这种赌法。你另外付我 10 美元做为消息的酬劳，然后我消失了。

议题：在每一场比赛中，你应该以净值（你最初的$100 加上随后累积的盈亏）什么样的固定比率下注，才会在六场比赛结束后，使口袋里的钱变得最多。

答案是 f=0.25；你必须以你所拥有资金的四分之一下注在每场比赛。在六场比赛结束后，你会拥有 142.37 美元（表 8-4）。每场输、赢的先后秩序不会影响结果，你仍然会拥有 142.37 美元。以资金其他的固定比率下注，不论高或低，结果都会使获利减少。比方说，以 f=0.50 的方式下注，则会持平；以更高的 f 比率下注，则会亏损（表 8-5）。

表 8—4 每次赌局都下注你所有资金的 25%（f=0.25）时，净值的成长状况

有趣的事是，一名赌客如果一直将其资金的 25%下注在 2 比 1 的赌局上，而且能赢所有赌局的一半，则在下注 162 次（相当于 27 次赌马卡）之后，不论其赢的先后次序，可以将 100 美元扩张成为 100 万美元。（$100*1.4237^{27}$=$1,300,000）

比赛场次	投注状态	初始资金	赌注	净值
1	投注失败	100.00	25.00	75.00
2	投注获胜（2/1 赔率）	75.00	18.75	112.50
3	投注失败	112.50	28.13	84.37
4	投注获胜（2/1 赔率）	84.37	21.09	126.55
5	投注获胜（2/1 赔率）	126.55	31.64	189.83
6	投注失败	189.83	47.46	142.37

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8—5　每次赌局都下注你所有资金的 50％只可能使你打平，赌注下得太高(超过 f=0.50)时，你反而会输，即使你赌的是有正期望值的一连串赌局

比赛场次	投注状态	初始资金	赌注	净值
1	投注失败	100.00	50.00	75.00
2	投注获胜（2/1 赔率）	50.00	25.00	100.00
3	投注失败	100.50	50.00	50.00
4	投注获胜（2/1 赔率）	50.00	25.00	100.00
5	投注获胜（2/1 赔率）	100.00	50.00	200.00
6	投注失败	200.00	100.00	100.00

现在，撇开一赔二与三场获胜的例子，我们考虑一赔八与一场获胜的案例(表 8-6)。在这两种案例中，获利的数学期望值(mathematical expectation)都相等(皆为 0.5)。但是，我们看看以 f=0.25 的方式下注于一赔八的比赛情况(表 8-6)。记住，该数值是其他案例的最佳固定比率。

表 8-6　改变输赢的分配，但不改变期望值，从 100 美元以及 f=0.25 开始，在六次赌局之后，你会输 28.79 美元，对上述的一连串赌局，真正的最佳 f 值=1/16，可以产生 8.65 的利润。

比赛场次	投注状态	初始资金	赌注	净值
1	投注失败	100.00	25.00	75.00
2	投注失败	75.00	18.75	56.25
3	投注失败	56.25	14.06	42.19
4	投注获胜（8/1 赔率）	42.19	10.55	129.59
5	投注失败	126.59	31.65	94.94
6	投注失败	94.94	23.73	71.21

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为第二个案例是由巨额获利与许多小额亏损的赛局所组成，因此要取得最佳的获利结果，必须采用相当不同的下注方法（其结果是相当微不足道的 8.65 美元，f＝1／16），以赌客具有的优势（期望值）而言，这两个案例的下注结果是一样的，却需要非常不同的最佳下注法，以便产生极不同的获利结果。

稍后，我将说明这项观察结果与商品交易之间的关联，商品交易中的典型成功情况是由少数巨额获利与许多小额亏损所构成的。

将最佳 f 值运用到期货交易上，并非我的构想，而是拉夫. 温斯（Ralph Vince）的创意。在《投资组合管理公式》(Portfolio Management Formulas）一书中，温斯提出一则相当简易的方程式，称为“凯利公式”(Kelly formula)，以决定赌注数列的最佳 f 值。

f＝[（B+1）＊P −1）]／B

其中：B＝获胜的彩金与失败的赌注之比率

P＝获胜的机率

f＝最佳的下注比率

举例来说，上表 8-6 的最佳 f 值为：

f＝[(8+1)*1／6—1]／8

＝1／16

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你会说，且慢，整个概念太荒唐了。没有人事先知道赛马的结果。如何能够预先设计下注的方法？这难道不是另一种形式的最佳化吗？如果是，这个练习只不过是“下雨天打孩子”的琐事罢了。但是，很多人不如此认为。

最佳 f 值

由想像的赛马到实际的商品交易，其间有一大段距离，令人讶异地，有些人却可以轻易跨过这条鸿沟。比方说，在《投资组合管理公式》一书中，拉夫.温斯企图延伸我在前文中所描绘赛马下注范例的“神通”，并发展它成为一套完整的理论，运用到商品交易。温斯的作品受到广大的回响，将最佳 f 值（optimal f）应用到商品交易已经成为理论学家、学术界、与一般爱好人士——未曾有过商品交易经验的人——之间的最新话题。我虽然不质疑温斯在数学方面的才华，却强烈质疑他所倡导的理论，可以适用在现实世界。

温斯提出一套深具说服力的理论论证支持固定比率的交易，但在两本讨论该主题的作品中—充满统计数据的梦话—甚至没有提出以实际商品资料（real commodity data）来运作最最佳 f 值的例子，这对于用大量篇幅讨论最佳 f 值在实际交易上的历史纪录而言，算是严重缺失。最佳 f 值隐含地认为，帐户生存的真正威胁在于合约的风险程度（exposure），并非一笔交易所承担风险的金额（amount risked per trade）。我们所能赞同的大概也只有这一点。

持续调整一个帐户在市场中的风险程度到最佳的水准，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项战术极具魅力。但这是海市蜃楼的魅力。对于同时交易各种不同组合的部位，我已经提出我认为符合逻辑的风险水准（表 8-3）。就实际而言，这便是我所建议的最佳 f 值。你可能认为我的数据过高或太低，但这是个性的问题。你不必是一位天才便能够知道，帐户净值增加时，你应该扩张你的交易水准；当净值萎缩，便该降低交易水准。事先决定你自己认为适当的风险水准——表 8-3 的金额——再运用一点常识，你随时能够保持最佳的水准（will keep you close to your optimum level of trading）。

在交易商品帐户时，输、赢金额的分配一定有极大的变化。商品交易与赌马不同；你不能以固定金额下注，而且事先会知道亏损的固定金额，或将赢得该固定金额的倍数（multiple）。比方说，如果你以 20,000 美元开立帐户，然后说，“我的最佳 f 值是 0.15；因此，我的下一笔交易将投入 3,000 美元”，这种说法是没有道理的。为什么？因为 3,000 美元可以投入两口合约（每口 1,500 美元），或投入十口合约（每口 300 美元）。这两种策略不可能同时都是最佳的策略（hardly be optimal at the same time）。在赌马时，每次下注所需的最佳资金量是某个固定比率，但商品交易所需的最佳量则是每一元净值所要交易的合约量（number of contracts to be traded per doller of equity），因为这是实际上唯一能够变动的参数。

假定在“广泛地分析”过去的交易资料后，你发现黄豆交易的最佳 f 值是（would hay been）以净值的每 8,541 美元交易一口合约。但是你如何利用这项资讯来确定随后的（subsequent）一切交易都会处于最佳 f 值呢？单以一件事来说，每当净值变动——它随时在变动——你就必须不断调整交易的合约数量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们允许在合约数量调整前，你的交易仍处于最佳 f 值。除非交易数量非常庞大，否则最佳 f 值会要求你交易非整数的合约数量。非常不幸地，你不能打电话给芝加哥商品交易所（CME），要求买进 2.872465 口的猪腩台约。因此，根据实务上的理由，多数交易员无法做出必须的细部调整，以从事最佳的交易。如果你删除小数部分而只取整数合约，则你根本就不是在从事最佳的交易。犹如拉夫.温斯所指出地，你可能“差之毫厘，失之千里”，因为最佳 f 值在其最佳值附近是非常敏感的。

结论：最佳 f 值在应用上有重大的限制。

如果你同时交易数种不同的商品，则又如何？在实际交易的情况下，最佳 f 值是否有任何意义。温斯指出，最佳 f 值对于交易结果的最大亏损十分敏感。在一种商品的交易情况下，这种说法可能是正确的，因为每一口合约在同一时间上遭受打击而无法回避；但对交易一种以上商品的帐户而言（这当然是很正常的现象），这种说法就不正确了。在实务上，某商品巨幅亏损所导致的净值下跌，可以透过分散投资予以缓和（attenuated through diversification）。另外，在某种商品遭受重大亏损期间，其他商品新建立部位的规模当然会做调整，以反应整体净值的下降。在温斯的理论中，他不曾处理这项实际问题——不提别的，这便是一项重大疏失。

结论：目前所陈述的最佳 f 值，即使在理论上，也只适用在最简单的情况，而这是交易员不太可能遭遇到的情况。

我觉得很遗憾，但还有一些坏消息。塭斯认为，单一交易所遭遇的预期最大亏损金额会严重影响最佳 f 值，所以他非常强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调精确地（accurate）估计最模糊的（nebulous）数量。人如何能够知道自己可能遭遇的最大亏损？谨慎的交易员会尝试在预设的风险水准上，以停损单的方式局限其最大亏损的限度。以反转系统操作的交易员，会任凭市场决定（determined by the market）其最大的损失，但谁知道那即将来临的价格型态是可怕的，还是美妙的呢?

在实务上，没有一位清醒的交易员是为了巨额亏损而从事交易。他最后遭逢最大亏损时，通常都是市场跳空越过其停损点所造成的结果。因此，交易员所面对的最大亏损，原则上无法确定，而任何的估计纯属猜测。所以，依此推论，交易员的最佳 f 值，对于基本上属于随机性质的乱数而言，非常敏感。

另外，如同我先前所提及的两个假定的赛马案例，盈、亏的分配情况（distribution）会强烈影响最佳 f 值（即使结果的期望值相同，最佳 f 值却不同）。没有人能知道未来的盈、亏状况，甚至也不会知道未来的期望值（expectation）。交易员在市场上有一定的胜算，就如同棒球选手每一季都有固定的打击率，都是不可能的。我个人的打击率在 70 年代与 80 年代便有相当差异。谁知道 90 年代又会如何？

拉夫.温斯甚至建议交易员追踪他们的“打击率”，并依此调整其最佳 f 值。这意味你在市场上操作得愈顺手，你的最佳 f 值应该愈高，交易也应该更具侵略性。如果你采纳这项建议，则你会发现，情况逆转时，你正好处于最高的风险水准——这是保证大灾难的秘诀。有一件事是你可以确认的：你的绩效有回归现象。顺手的交易不会永远持续下去。

结论：除了上述提到的在实务上不适用，最佳 f 值的概念

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在原则上就值得怀疑。

如果你偶然采用最佳 f 值，那么你能够期待什么呢？拉夫.墭斯本人似乎很奇怪地陷于相互冲突的观点中：

很多交易员有一种错误的印象，无法体会净值跌幅的实际严重性。比方说，有一套债券系统，它在 1982 年 1 月份到 1989 年 7 月份的检定期间，在交易一口合约的基础上赚进 86,460 美元，而其净值最大跌幅为 2,890 美元。人们可能因此而认为，在以固定比率投资的情况下，其最大跌幅还算不错。但是，让我们仔细看看。最佳 f 值是 0.85，如果以此最佳 f 值在整个检定的历史期间做交易，则其净值跌幅至少是 85%。事实上，它是 87.84%！多数人无法接受这种跌幅。但这是处理它的最佳数学方法。事实上，在检定期间，如果依据此最佳 f 值从事交易，其获利会超过 10 兆美元。虽然这不会比投掷一块石头越过爱丽湖更简单，却展示了使用最佳 f 值的无穷潜力，以及其所伴随的预期净值跌幅。

有关其本身理论的适用性，作者的结论究竟是什么？我们是否应该采用最佳 f 值？如果不应该，为什么不应该？在此顺便提及一点，任何有实际交易知识的人都知道，在债券市场交易七年，其跌幅不超过 3,000 美元是不可能的事。因此，其中必有缘故……

我对交易员的建议是，舍弃最佳 f 值，保持事情的单纯性。决定每口合约所需要的融通净值水准，然后坚守这项决定。有进展时，你会自动地(outomatically)增加部位的规模；受挫时，则降低它们。你永远不会增加在市场上的风险程度，而只是因为你遭遇到几笔顺手的交易——这是最佳 f 值要求你做的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是否还记得我们以技术面交易法所从事的日元例子呢？(其结果列于第七章，而在表 8-7 中，我们重新列出其结果)。如果我“追踪”这些结果，倒推其最佳 f 值，并根据该 f 值从事交易，则一口日元合约的融通资金为 6,500 美元，我可以预料我在短期内便会肝脑涂地。

结论：最佳 f 值=虚假的最佳化。

表 8-7

根据第七章所计算出来之最佳 f 值，用于日元交易所产生之结果。Ralph Vilice 在将最佳 f 值运用在期货时，在解释产生极大的困难，更奇怪的是并未使用真实的资料。对有兴趣了解最佳 f 值事后计算，并运用在商品操作的结论上的交易员而言，会发现上述计算非常容易理解。

为方便起见，起始的净值利用整数比较容易计算，交易的最佳口数也可以轻易计算出来，在上表的计算中，我们以 f=1.6 开始，并持续运用该比率。我如何知道每 10,000 美元交易 f=1.6 口合约是最佳值？我不知道，这会是试演法的过程(参阅表 8-8)——对业余数学家而言，方法十分吸引人，可是完全没有意义。

收益（$/合约）	初始净值	合约数	盈/亏	结束净值
-387	10000	1.60	-619	9381
1425	9381	1.50	2139	11520
-2212	11520	1.84	-4077	7443
800	7443	1.19	952	8395
1675	8395	1.34	2250	10645
-737	10645	1.69	-1255	9390
325	9390	1.50	488	9878
11212	9878	1.58	17720	27598
-2362	27598	4.41	-10429	17169
1762	17169	2.73	4840	22009
-1512	22009	3.53	-5324	16685
2037	16685	2.67	5437	22122

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-8

以不同定额分数进行交易的报酬率，用“驱使者”系统操作日元的理论最佳 f 值为每 10,000 美元净值 1.6 口，即每口合约约 6,400 美元，这样的融资水准对安全交易而言，风险过高。注意不切实际而由不具代表性之输赢数列所产生的最佳 f 值。

每 10,000 美元合约数	初始净值	结束净值
f=0.50	10,000	15,760
f=0.75	10,000	18,156
f=1.00	10,000	19,628
f=1.40	10,000	21,900
f=1.50	10,000	22,076
f=1.60	10,000	22,122
f=1.70	10,000	22,050
f=2.00	10,000	19,447
f=3.00	10,000	12,374



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 九 章

选择权

你无法拒绝的提议？

这是不是投资美梦呢？你顶多亏掉你所投入的资金，却可能使投资金额倍增。而且，如果你改变心意，则随时有人乐于接手。

这便是提供给商品期货选择权购买者的美梦。它们也是供给玩彩券者的梦。对明智的市场玩家而言，购买选择权一般被视为是笨蛋玩的。但是它是吗？如果它对选择权的买方不利，则它必然有利于选择权的卖方吗？选择权必须由卖方买进，一般称其为卖方(writer)。

考虑选择权卖方所面临的可能情境；恰好是选择权买方面临情境的反面。选择权卖方所做的投资，其亏损可能远超过其所能获利的程度。如果他能够获利，获利速度也十分缓慢；如果亏损，则属巨额亏损，而其速度也会非常迅速。在显然不利的情况下，从事这种投资的诱因何在？

显然(apparent)是操作的字眼。为了让买方享受无限的获利潜力，而只须承担有限的责任亏损，卖方因此要求买方付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出代价，而且是相当高的代价。如果他要求很高的价格，买方也愿意支付，则选择权卖方可以掌握该笔交易大部分的胜算。

选择权对期货合约能提供什么功能呢？对不会从事期货交易的人而言，他们不大有机会接触到期货选择权。然而，大部分的人都相当熟悉其他领域内的选择权概念。比方说，选择权在出版业与电影业是相当普遍的工具，作家会先收取某笔价款而卖出其作品的版权或制片权。

权利给予出版商和制片商一段时间（limited period of time）与约定的价格（agreed upon price）。选择权有到期日（expiry date），如果选择权的买方在此期限内不执行其权利，则该选择权便告无效。卖方有权保有其所收取的价款，而且有权再出售其作品，或将其选择权售给他人。选择权的买方基本上是买时间，以便测试产品的市场情况。如果市场行销的测试结果是正面的，选择权的买方便希望确定他能够发展该产品。

然而，资产的选择权与期货合约的交易，两者之间有若干重要差异。就资产而言，最大的未知数是资产的真正价值。就期货合约而言，在选择权的有效期间，期货合约的价格始终是已知的；最大的未知数是合约在选择权到期日的价值。如果在选择权的到期日，该相关期货合约的价格呈现有利的走势（move favorably），买方便会执行（exercise his option）其选择权。如果该期货合约未呈现有利走势，则买方会任凭选择权过期，放弃投入的资金。

当买方买进某期货合约的选择权，他会支付卖方一笔权利金（premium）以换取一项权利，他可以在选择权到期之前，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以固定的价格买、卖该期货合约，上述的固定价格即称为履约价格（strike price）。买进的选择权称为买进选择权（calls）；卖出的选择权称为卖出选择权（puts）。买进选择权的买方希望所设定的期货合约，会在选择权到期前，超过选择权的履约价格，而使该选择权具有真实价值（real value）。卖出选择权的买方则希望所设定的期货合约，其价格会低于履约价格，而使该合约的售价高于当时的市价。不用说，所有选择权买方的希望都和其卖方的利益是相互对立的。

虽然单纯的期货合约有对称性——多、空双方在市场的风险程度相同，并受制于相同的保证金规定——但选择权合约不是对称的。买方的风险程度有限，而且只需支付选择权的权利金。不论发生什么事，买方的风险只局限在他所支付的权利金。最差的情况下，他可以听任选择权过期而变得一文不值。

另一方面，选择权卖方所面对的风险水准则类似于期货合约的交易员，他们有完全的合约责任，并且要支付保证金。读者可能想暂停，赞叹人类在创造期货选择权时所展露的才华。比方说，考虑美国长期公债期货合约的卖出选择权，其所蕴涵的抽象意义。长期公债卖出选择权的买方与一个未知的对手对赌，政府积欠某个未知贷款人三十年的债务，其价值的减损会在选择权的有效期间内弥补其赌金，而且还能够产生利润。我们经过漫漫长路才来到山洞。

选择权合约具备偏差的条件一有限的风险与无限的潜力一因此吸引了不喜欢采用停损单的交易员。选择权是颇具魅力的交易工具。对于买方而言，它有效地消除了任何动态决策上的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要。因为选择权卖方的获利极为缓慢，因为犯错时，他们在财务上会蒙受严峻的损失，所以选择权的卖方大多属于专业人士，他们拥有充分的资源同时涵盖许多市场，因而能够降低任何一笔选择权因为错误而招受的损失。卖方还有其他的防御性策略。选择权一旦被卖出，还可以籍转嫁给其他人来脱身(laid off)。事实上，选择权的销售非常类似赌博的庄家、赌场管理，或保险推销——庄家并不在乎偶发的大笔支出，只要它能吸收足够的资金弥补支出，而且仍能剩下一点利润即可。

由于所关心的唯一因素是机率，所以选择权的销售是期货业内适用于纯粹技术分析的领域。

市场专家会告诉你，选择权游戏不利于买方，因为卖方所要求的权利金非常高，而且足以弥补他们所承担的无限责任。买方也理解这一点，但并不会因此而阻止他们买进。每个人都想上天堂；没有人会期待死亡。

选择权的基本知识

在商品交易所自由交易的选择权，其价格会随着所设定商品期货价格的变动而起舞。买方与卖方之间的匿名关系，类似期货合约买者与卖者之间的关系；选择权部位随时能够出清，都是透过交易所而单纯地转移给第三者。期货合约的选择权都有固定的履约价格(fixed strike price)；每个选择权都有固定的到期日(fixed expiry date)，比其所设订期货的到期日约早五周。例如，黄金、外汇与史坦普指数等交投热络的商品，每个月都有选择权到期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择权的合约期间通常比期货合约的合约期间短。最长的期间大约为六个月。选择权在到期的前一刻仍可以交易，因此选择权买进之后的交易期间可能只有一分钟。选择权是以履约价格与到期日来定义。比方说，八月份 360 黄金买进选择权的买方，是在选择权合约期间内(七月的第二个星期五为到期日)，有权以每英两 360 美元的价格买进黄金合约。

选择权的交易双方(买方与卖方)随时可以依据当时的买进价或卖出价，透过交易所转移部位。每一种选择权的交易都是相互独立的；举例来说，八月份 360 黄金买进选择权、八月份 370 黄金买进选择权与九月份 370 黄金买进选择权都是各自独立的选择权合约。

在自由市场交易的选择权，其价格取决于选择权的履约价格(strike price)、所设定期货的市价(prerailing futures price)、所设定期货的预期波动(anticipated price volatility)、以及该选择权到期前合约期间的长短(time remaining)。在每天的行情中，所设定期货合约的价格上涨，则其买进价格的价格会上涨，而其卖出选择权的价格会下跌。如果所设定的期货合约下跌，则会造成比较高的卖出选择权价格与比较低的买进选择权价格。

选择权是衍生型(derivative)交易工具，这意味其价值是由另一个市场——期贷市场——的行为所决定。由于这层缘故，加上每一种期货合约有许多不同的选择权，所以通常不保存选择权的走势图。因为这没有意义；期货合约怎么走，选择权即跟进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择权的统计资料每天会刊登于金融报。表 9-1（黄金期货选择权）刊载 1993 年 6 月 30 日的价格。

表 9-1　以美元/英两报价的黄金选择权。本表为 1993 年 6 月 30 日星期三的选择权收盘价（八月份黄金期货收 379.1）

履约价	买进选择权			卖出选择权		
	八月	九月	十月	八月	九月	十月
350	29.40	31.70	33.20	0.20	0.90	2.10
360	19.50	23.00	24.30	0.30	2.20	3.30
370	10.00	15.50	17.50	1.00	4.60	6.40
380	3.90	10.20	12.80	4.70	8.80	11.60
390	1.50	6.50	8.30	12.30	15.00	16.60
400	0.60	4.20	6.10	21.10	22.70	24.10
410	0.30	2.80	4.20	30.90	31.00	33.50

以买进选择权而言，当所设定期货的成交价高于履约价格时，该选择权称为溢价（in-the-money），这意味如果立即履约，选择权便有真实价值。否则，该选择权称为折价（out-the-money），其目前的价值完全来自于其潜力——在选择权合约期间，其所设定期货的价格超过履约价格的潜力。就卖出选择权而言，上述论证需做适当的颠倒。期货价格低于履约价格时，卖出选择权处于溢价状态。期货价格恰等于履约价格时，该卖出选择权称为平价（at-the-money），这种选择权的交易通常最为热络。选择权距离到期日很近，且仍处于严重的折价情况，则唯有大规模的经济变化才可能使它具有到期的价值。这类的选择权能够以 25 美元的低价购得，就像彩券、偶尔也能有所斩获。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据表 9-1，就任何一栏由上往下观察，当履约价格由溢价变为折价，买进选择权的价值便随之降低，卖出选择权的情况则相反。由左至右观察表 9-1，到期时间增加时，选择权的价值也随之增加。比方说，在 6 月 30 日，八月份的选择权的合约期间尚不足两周，九月份合约则有六周，而十月份合约有十一周。

请特别注意以履约价格 380 为起点的一行。因为当时八月份期货成交于 379.10，所以 380 选择权的成交情况非常接近平价状态。选择权接近平价时，其买进与卖出选择权的价值便非常类似。选择权是衍生型产品，而且仅反应机率。既然市场始终存在着暂时的均衡，上涨与下跌均无胜算。因此在平价状态，买进与卖出选择权的价格会趋于一致。

市场的波动增加时，选择权的价值也随之上升。以 1993 年 6 月 30 日而言，黄金市场的波动相当剧烈，在不足三个月的时间，价格上涨了 60.00 美元。五个礼拜的平价选择权价格为 10.00 美元。在 1993 年年初，黄金走势沉闷，类似五个礼拜选择权，其价格则尚不及此金额的一半。

选择权价格是由市场的供、需双方自由运作所决定的。你会听到分析家谈论高估（overvalued）或低估（undervalued）的选择权价格。如果某个选择权明显低估，当然值得买进；如果明显高估，则当然值得卖出——这纯粹以技术面观点而言。在实务上，情况永远不会如此明显。

选择权的价格是否代表其公平价值，最后仍是主观的问题。所设定的期货开始陷入狭幅盘整，选择权的权利金会重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

挫，导致某些观察者认为这种选择权是“便宜货”。情况未必如此。选择权的价值会反应市场的波动，商品期货的波动减小时，比较不可能产生大行情，而这正是选择权买方所支付者，权利金降低反应预期的下降。比方说，在 G-7 会议（主要工业国家会议）前的一个礼拜，外汇选择权的权利金走势相当平稳，而在会议结束之后，如果——通常皆是如此——没有惊人的宣布，则权利金便会降低。

许多复杂的电脑软体可以用来分析选择权，以决定其高估或低估的情况。事实上，许多学院的教科书和博士论文都在讨论选择权定价的理论。在文献中，充满了各种复杂的数学函数，例如 gammas、thetas、deltas 与 vegas。这些都是很有趣的理论之作，但在考虑选择权时，我认为应该视市场价格为公平价格，另外寻找持有选择权部位的理由。就我自己的资金而言，自由市场胜过任何学术理论或任何电脑程式，它对真正的机率有较佳的直觉。

卖方的优势

我不想介绍有关期货与选择权组合繁琐而复杂的策略——很多有关选择权的书籍都这么做——而我宁可检视我所谓的卖方优势（writer’s edge）。一般接受的看法认为，选择权的买方处于不利地位，因为他们支付选择权的价格始终高于机率所赋予他们的胜算。人们相信卖方的优势是存在的，但我对于支持本假说的研究并不熟悉。无疑地，理由在于可供检定的历史资料十分难以搜集（选择权没有保存图形或统计数据）。但是，分析还是可能的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一步，考虑表 9-2 与图 9-1，它们以不同方式表示表 9-1 所刊载的资料；在此处，将每一个履约价格的买进与卖出选择权的价值合并成一个价格（combined into one price），它表示卖方同时出售两种选择权所获得的金额。对同一个履约价格的一种期货合约，同时出售买进与卖出选择权则称为等价对敲（straddle）。注意（图 9-1），履约价格为平价状态(at-the-money)时，等价对敲的价格为最低（minimum）值。另外还有一种现象值得注意，除了即将到期的选择权，在平价履约价格两侧（either）的等价对敲，其价格都相当接近其最低价。曲线所呈现的这种平坦性代表了简单的事实，即你不能不劳而获；所设定的期货一定会波动（bound to fluctuate）。因此，就某限度内，买进选择权获利，则卖出选择权必定亏损。等价对敲曲线所呈现的平坦现象，使我们可以就平价的交易做假设检定，即使所设定期货的价格始终不会恰好等于履约价格，我们也可以检定。

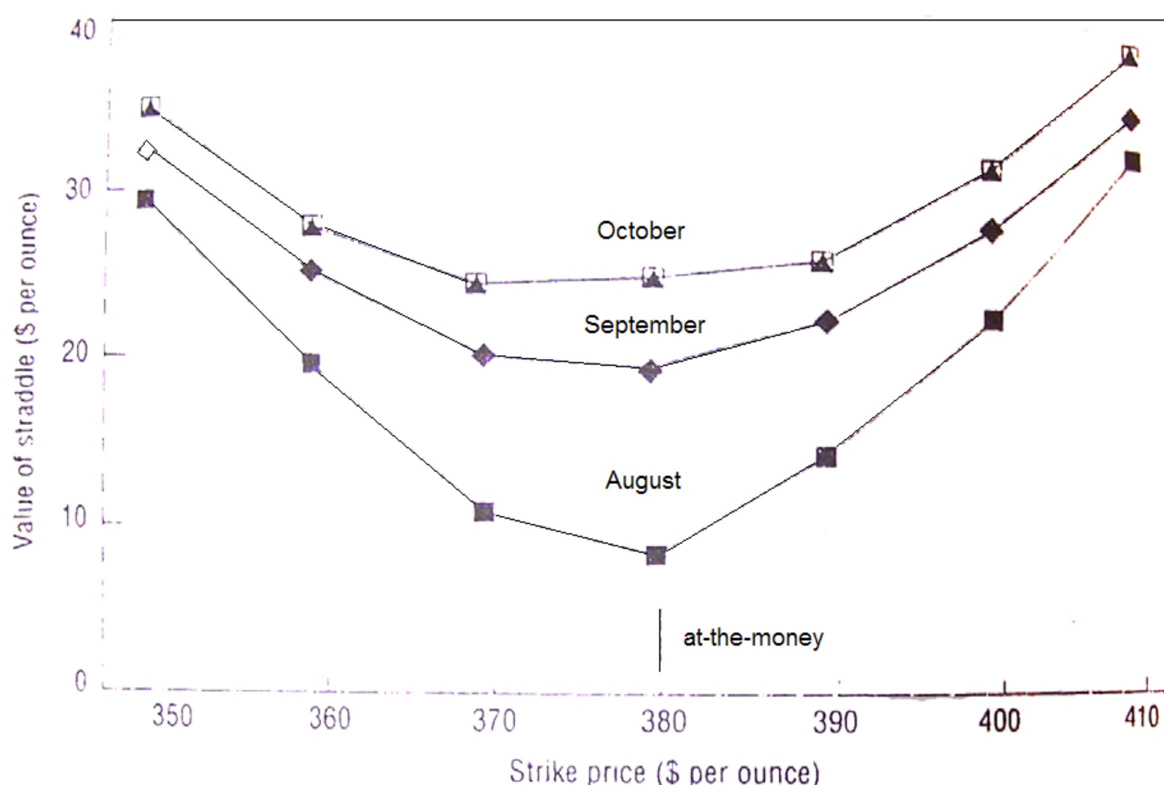
表 9-2 以美元/英两报价的黄金选择权（跨月），本表为 1993 年 6 月 30 日星期三的选择权收盘价(八月份期货收 379.1)

履约价	跨月（买进选择权加上卖出选择权）		
	八月	九月	十月
350	29.60	32.60	35.30
360	19.80	25.20	27.60
370	11.00	20.10	23.90
*380	8.60	19.00	24.00*
390	13.80	21.50	24.90
400	21.70	26.90	30.20
410	31.20	33.80	37.70
备注：*=平价			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 9-1 黄金跨月的订价

跨月曲线在平价时十分平坦。在不同的价格水准，买进选择权为亏损状态，卖出选择权则为获利状态——反之亦然。市场不会提供任何报价给知道讯息的人——期货必定会波动。



以期货而言，它有每天的最高价、最低价与收盘价记录，所以我们可以在事后测试理论的交易策略。选择权则不然。没有每天的交易全距可供运用，交易动态策略的检定便受到严格的限制。我们无法知道某个停损单是否遭到触发，即使我们知道，也无法推算该停损单的实际成交价。选择权市场的流动性非常低。

然而，这些限制不会令我们无法对卖方优势之规模与性质进行研究。我不曾见过任何研究报告，确认或否认卖方优势的存在。为了要取得适当资料，我耗费许多时间在公立图书馆的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缩影胶卷部门，归集过期金融报刊杂志的资料。任何从事类似研究的人，势必会面临相同的问题。

为什么对卖方优势发生兴趣呢？嗯，我们可以这么想，交易员可以考虑成为选择权的卖方。如果他认真考虑出售选择权，则有雄心的卖方必须准备同时出售买进与卖出选择权，也必须准备持续地从事这项工作。

在从事此项工作之前，卖方对其期望应有些概念。毕竟，他会承受无限责任的风险，而换取有限的获利潜力；他会陷于沉闷，他的敌人则享有刺激；他会进入没有消息就是好消息的世界，而此处的时间总是进行地非常缓慢。这是过高的秩序，乞求若干预知的答案。传统的保险业者对每年的预期获利有公正的估计。选择权的卖方为何不行呢?

严肃的选择权卖方对评估机率的关心程度超过对价格预测的关心程度。他可能同时出售买进与卖出选择权，而且知道最大的需求会是平价选择权。获知出售选择权长期净获利的方法，便是调查持续出售等价对敲选择权的历史获利，而等价对敲的履约价尽可能要接近平价(at-the-money)，且持有它们直到到期。

在评估卖方优势时，让我们假定等价对敲的出售时间为到期前的十个礼拜。这使得卖方每年在每种商品上最少有四次的销售机会。虽然选择权卖方对所销售的任何选择权可能有幸或不幸—这取决于销售后的市场情况—但只要检定足够的历史资料，以产生统计上有意义的结果，便应该能了解到其长期的获利预期（此处我所谈论的是有关纯粹而无掩护销售法的报酬，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不采用防御策略处理选择权，如此，其发展对卖方可能极为不利。卖方是否可以采用动态的策略改善其优势，是另一项有趣的问题，但问题无法利用历史资料加以检定)。

详细研究表 9-3 的各项数据。这些资讯是根据从 1988 年到 1992 年之间，五年间的小麦价格资料（选择权与期货）所编制而成。该表摘要刊载出售二十笔平价的等价对敲之结果，每笔等价对敲均有十周的合约期，而且持有其直至到期日。

以表 9-3 的第五行为例说明。1989 年 12 月 1 日，最接近平价状态的 1990 年 3 月份小麦选择权，其履约价为每英斗 4.20 美元。选择权的预计到期日为 1990 年 2 月 17 日；尚有十周可以交易。在 1989 年 12 月 1 日，出售三月份 420 买进选择权与三月份 420 卖出选择权，其总收为 29.2 美分。在 1990 年 2 月 17 日、1990 年 3 月份小麦期货的收盘价为 4.245 美分。由于买进与卖出选择权是以相同的履约价出售，只有其一选择权在到期日仍有价值，该价值即为 4.245 美分与履约价 4.20 美分之间差值，换言之，4.5 美分。暂时撇开佣金费用，这笔特殊交易显示，选择权卖方比买方有利（to favor the option writer)。卖方取得 29.2 美分的权利金，扣除所支付的 4.5 美分，每英斗尚有 24.7 美分的净利。

既然选择权的出售始终尽可能接近平价，所以在五年的检定期间，等价对敲之履约价大致上即是小麦价格。卖方的获利始终局限在销售等价对敲的权利金所得，潜在亏损则无限。在二十笔小麦交易之后，卖方小幅领先。表 9-4 到表 9-8 刊载了其他五个交投热络市场的选择权销售结果。结果令人十分讶异。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-3 卖出跨月小麦（卖出选择权及买进选择权）五年期间所得到的结果

小麦选择权（美分/英斗）							
选择权月/年	履约价	选择权卖出日	选择权到期日	期货价格	选择权卖方付出	选择权卖方收到	卖方获利（亏损）
03月/88	320.0	12.01	02.19	322.0	2.0	28.2	26.2
07月/88	310.0	04.04	06.24	381.5	71.5	23.2	(48.2)
09月/88	360.0	06.01	08.19	391.7	31.7	41.0	9.3
12月/88	410.0	07.01	11.18	411.0	1.0	38.5	37.5
03月/89	420.0	12.01	02.17	424.5	4.5	29.2	24.7
07月/89	400.0	04.03	06.23	397.5	2.5	33.0	30.5
09月/89	400.0	06.01	08.18	392.2	7.8	28.2	20.4
12月/89	400.0	07.01	11.17	410.0	10.0	21.7	11.7
03月/90	410.0	12.01	02.16	384.0	26.0	19.5	(6.5)
07月/90	340.0	04.02	06.22	334.0	6.0	18.5	12.5
09月/90	340.0	06.01	08.24	285.0	55.0	21.0	(34.0)
12月/90	270.0	07.03	11.16	250.0	20.0	20.5	0.5
03月/91	260.0	12.03	02.15	256.5	3.5	18.0	14.5
07月/91	300.0	04.01	06.21	271.5	28.5	24.0	(4.5)
09月/91	300.0	06.03	08.23	296.5	3.5	18.7	15.2
12月/91	320.0	07.03	11.15	350.5	30.5	24.0	(6.5)
03月/92	370.0	12.02	02.21	415.5	45.5	25.5	(20.0)
07月/92	350.0	04.01	06.19	357.7	7.7	28.5	20.8
09月/92	360.0	06.01	08.21	315.5	44.5	30.0	(14.5)
12月/92	340.0	07.01	11.20	370.5	30.5	23.3	(7.5)
				平均：	21.6	25.7	4.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-4 卖出跨月白银（卖出选择权及买进选择权）五年期间所得到的结果

白银选择权(美分/英两)							
选择权月/年	履约价	选择权卖出日	选择权到期日	期货价格	选择权卖方付出	选择权卖方收到	卖方获利(亏损)
3月/88	700.0	12.01	02.12	639.0	61.0	92.5	31.5
7月/88	700.0	04.04	06.10	701.5	1.5	64.5	63.0
9月/88	700.0	06.01	08.12	674.0	26.0	62.0	36.0
12月/88	675.0	07.01	11.11	641.0	34.0	58.0	24.0
3月/89	625.0	12.01	02.10	583.5	41.5	53.5	12.0
7月/89	600.0	04.03	06.09	519.0	81.0	42.0	(39.0)
9月/89	525.0	06.01	08.11	521.8	3.2	40.0	36.8
12月/89	525.0	07.01	11.10	526.0	1.0	36.0	35.0
3月/90	575.0	12.01	02.09	527.3	47.7	53.0	5.3
7月/90	500.0	04.02	06.08	503.3	3.3	32.0	28.7
9月/90	525.0	06.01	08.10	499.4	25.6	37.0	11.4
12月/90	475.0	07.03	11.09	423.7	51.3	36.5	(14.3)
3月/91	425.0	12.03	02.08	383.3	41.7	44.0	2.3
7月/91	400.0	04.01	06.14	442.7	42.7	42.7	0.0
9月/91	425.0	06.03	08.09	397.5	27.5	38.0	10.5
12月/91	400.0	07.03	11.08	400.3	0.3	29.6	29.3
3月/92	400.0	12.02	02.14	415.0	15.0	28.5	13.5
7月/92	400.0	04.01	06.12	412.5	12.5	27.7	15.2
9月/92	400.0	06.01	08.14	379.2	20.8	24.4	3.6
12月/92	375.0	07.01	11.13	375.0	0.0	22.8	22.8
平均：					26.9	43.2	16.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-5 卖出跨月 S&P（卖出选择权及买进选择权）五年期间所得到的结果

S&P 指数选择权							
选择权月/年	履约价	选择权卖出日	选择权到期日	期货价格	选择权卖方付出	选择权卖方收到	卖方获利（亏损）
03 月/88	260	12.04	02.17	270.6	10.6	26.1	15.5
07 月/88	260	04.04	06.16	270.2	10.2	24.3	14.1
09 月/88	275	06.01	08.15	267.8	7.2	21.0	13.8
12 月/88	275	07.03	11.15	277.3	2.3	16.8	14.5
03 月/89	280	12.03	02.16	299.7	19.7	15.9	(3.8)
07 月/89	300	04.03	06.15	319.8	19.8	15.7	(4.1)
09 月/89	325	06.03	08.14	343.5	18.5	17.7	(0.8)
12 月/89	355	07.02	11.14	350.3	4.7	16.7	12.0
03 月/90	360	12.02	02.15	338.3	21.7	19.0	(2.7)
07 月/90	345	04.02	06.14	363.3	18.3	22.2	3.9
09 月/90	365	06.02	08.20	311.5	53.5	20.4	(33.1)
12 月/90	320	07.01	11.20	330.3	10.3	27.4	17.1
03 月/91	325	12.02	02.14	373.6	48.6	26.4	(22.2)
07 月/91	355	04.01	06.20	375.8	20.8	22.5	1.7
09 月/91	380	06.01	08.19	387.1	7.1	23.7	16.6
12 月/91	390	07.01	11.19	382.9	7.1	22.2	15.1
03 月/92	420	12.02	02.19	409.9	10.1	22.1	12.0
07 月/92	405	04.01	06.18	400.6	4.4	21.7	17.3
09 月/92	410	06.01	08.17	420.2	10.2	19.3	9.1
12 月/92	415	07.01	11.17	436.1	21.1	22.2	1.1
				平均：	16.3	21.2	4.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-8 卖出跨月原油（卖出选择权及买进选择权）五年期间所得到的结果

原油选择权（美元/桶）							
选择权月/年	履约价	选择权卖出日	选择权到期日	期货价格	选择权卖方付出	选择权卖方收到	卖方获利（亏损）
03月/88	18.00	12.01	02.12	17.28	0.72	1.73	1.01
07月/88	16.00	03.01	05.13	17.74	1.74	1.83	0.09
09月/88	18.00	07.01	08.12	15.26	2.74	1.62	(1.12)
12月/88	15.00	09.01	11.11	14.04	0.96	1.49	0.53
03月/89	15.00	01.01	02.10	17.11	2.11	1.73	(0.38)
07月/89	17.00	04.03	05.12	20.09	3.09	1.71	(1.38)
09月/89	18.00	07.01	08.11	18.48	0.48	2.10	1.62
12月/89	19.00	10.01	11.10	19.84	0.84	1.48	0.64
03月/90	20.00	01.01	02.09	21.74	1.74	1.29	(0.45)
07月/90	21.00	04.01	05.11	18.95	2.05	1.55	(0.50)
09月/90	19.00	07.01	08.10	26.23	7.23	1.60	(5.63)
12月/90	28.00	10.03	11.09	33.89	5.89	5.72	(0.17)
03月/91	28.00	01.03	02.08	21.92	6.08	7.30	1.22
07月/91	20.00	04.01	05.10	21.27	1.27	2.72	1.45
09月/91	21.00	07.03	08.09	21.62	0.62	1.69	1.07
12月/91	22.00	10.03	11.08	22.91	0.91	1.51	0.60
03月/92	21.00	01.02	02.07	19.87	1.13	1.62	0.49
07月/92	19.00	04.02	05.08	20.86	1.86	1.52	(0.34)
09月/92	22.00	07.01	08.07	21.22	0.78	1.42	0.64
12月/92	21.00	10.01	11.13	20.08	0.92	1.57	0.65
				平均：	2.16	2.16	0.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-7 卖出跨月瑞士法郎(卖出选择权及买进选择权）五年期间所得到的结果

瑞士法郎选择权							
选择权月/年	履约价	选择权卖出日	选择权到期日	期货价格	选择权卖方付出	选择权卖方收到	卖方获利（亏损）
03月/88	78.00	01.04	03.17	71.52	6.48	3.89	(2.59)
07月/88	74.00	04.04	07.16	69.57	4.43	2.90	(1.53)
09月/88	67.00	07.01	09.15	64.07	2.93	2.70	(0.23)
12月/88	64.00	10.03	12.15	68.12	4.12	2.24	(1.88)
03月/89	67.00	01.03	03.16	63.56	3.44	2.56	(0.88)
07月/89	61.00	04.03	07.15	57.38	3.62	2.03	(1.59)
09月/89	61.00	07.03	09.14	58.10	2.90	2.76	(0.14)
12月/89	62.00	10.02	12.14	62.69	0.69	2.62	(1.93)
03月/90	63.00	01.02	03.15	66.30	3.30	2.62	(0.68)
07月/90	66.00	04.02	07.14	68.92	2.92	2.52	(0.40)
09月/90	71.00	07.02	09.20	76.58	5.58	2.45	(3.13)
12月/90	77.00	10.01	12.20	79.54	2.54	3.58	1.04
03月/91	79.00	01.02	03.14	73.05	5.95	3.55	(2.40)
07月/91	70.00	04.01	07.20	65.78	4.22	3.24	(0.98)
09月/91	63.50	07.01	09.19	66.35	2.85	2.69	(0.16)
12月/91	68.50	10.01	12.19	72.16	3.66	2.89	(0.77)
03月/92	72.50	01.02	03.19	65.98	6.52	3.20	(3.32)
07月/92	65.50	04.01	07.18	68.78	3.28	2.71	(0.57)
09月/92	72.00	07.01	09.17	79.94	7.94	2.82	(5.12)
12月/92	79.50	10.01	12.17	69.88	9.62	4.94	(4.68)
				平均：	4.35	2.95	(1.40)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-8 卖出跨月日元(卖出选择权及买进选择权)五年期间所得到的结果

日元选择权							
选择权月/年	履约价	选择权卖出日	选择权到期日	期货价格	选择权卖方付出	选择权卖方收到	卖方获利(亏损)
03 月/88	82.00	01.04	03.04	77.69	4.31	3.79	(0.52)
07 月/88	81.00	04.04	07.03	79.47	1.53	3.20	1.67
09 月/88	75.00	07.01	09.09	74.86	0.14	2.63	2.49
12 月/88	75.00	10.03	12.09	81.73	6.73	2.48	(4.25)
03 月/89	82.00	01.03	03.03	78.37	3.63	2.51	(1.12)
07 月/89	77.00	04.03	07.09	68.36	8.64	2.24	(6.40)
09 月/89	71.00	07.03	09.08	68.09	2.91	3.20	0.29
12 月/89	72.00	10.02	12.08	69.32	2.68	2.77	0.09
03 月/90	68.00	01.02	03.09	66.14	1.84	2.17	0.35
07 月/90	63.00	04.02	07.08	65.19	2.19	2.56	0.37
09 月/90	66.00	07.02	09.07	71.47	5.47	1.98	(3.49)
12 月/90	73.00	10.01	12.07	76.50	3.50	2.69	(0.81)
03 月/91	75.00	01.02	03.08	73.09	1.91	3.20	1.29
07 月/91	71.50	04.01	07.07	71.20	0.30	3.08	2.78
09 月/91	72.00	07.01	09.06	73.66	1.66	2.24	0.68
12 月/91	75.00	10.01	12.06	78.04	3.04	2.25	(0.79)
03 月/92	80.00	01.02	03.06	75.84	4.16	2.73	(1.43)
07 月/92	74.00	04.01	07.05	78.85	4.85	2.43	(2.42)
09 月/92	79.50	07.01	09.04	81.20	1.70	2.47	0.77
12 月/92	83.00	10.01	12.04	80.03	2.97	3.27	0.30
				平均：	3.21	2.70	(0.51)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对卖方而言，白银是最有利可图的市场。史坦普指数还算不错，小麦的获利还可以。原油恰好损益两平，两种外汇则成了大输家，尤其是瑞士法郎。依此来看，选择权市场似乎对白银与股价指数选择权采取一贯的高权利金政策，而对外汇选择权的权利金则有低估现象。市场是否很愚蠢？或许是吧，但我不以为然。

在 1988 年，交易员心中对股票市场令人难以置信的崩跌（1987 年 10 月份）记忆犹新。股价指数卖出选择权的卖方在崩跌中严重受损（表 9-9），他们的立即反应便是收取极高的选择权权利金。高权利金政策已经持续好几年，所以史坦普选择权对卖方是很有利的市场，虽然股票市场已经倍数成长，情况依然如此。权利金是否过高？谁又能明确断言？我们不能排除另一次崩盘的可能性，一旦发生这种情况，即使在高权利金的政策下，选择权卖方仍会再度遭到大屠杀。

犹如先前所提及，近几年的白银选择权是卖方的有利领域。通常，期货价格出现大幅度的绝对走势，将不利于选择权卖方。虽然白银价格由每英两 7.00 美元挫跌到 3.75 美元，但是选择权买方的机会仍然不多。犹如股价指数选择权，卖方对 80 年代初期现象的恐惧感仍然弥漫在市场上，当时白银价格由每英两 50.00 美元令人难以置信的高价反转而下，卖方遭遇严厉打击——涨势与跌势都一样。

原油既不利于买方，也不利于卖方，却变化多端。波斯湾战争期间，卖方所要求的权利金大幅调高，随后又回归到正常水准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9-9 1987 年 12 月 S&P 指数的卖出选择权

曾几何时，末世预言家是对了，价外卖出选择权的买方在 1987 年 10 月 9 日必然感受到只在十天之内就感觉像是乐透赢家，在这段期间，S&P 股价指数期货从 320.0 跌到低于 200.0，跌幅堪称前所未有。12 月份的 260 卖出选择权，在 10 月 9 日的买进价为 125 美元，到 10 月 19 日已经价值 30,000 美元。选择权买方的意外利润形成了选择权卖方的灾难。仿佛铁达尼号沉船之后海事保险费率剧涨的情形，S&p 选择权的保证金也激升，从此以后便居高不下。

履约价	10 月 9 日卖出选择权的价值	10 月 19 日卖出选择权的价值
260	0.25	61.00
265	0.45	66.00
270	0.65	71.00
275	1.00	76.00
280	1.65	81.00
285	2.25	86.00
290	3.35	91.00
295	4.50	96.00
300	6.10	101.00
305	8.00	105.00
310	10.20	110.00
315	12.75	115.00

外汇选择权则难以揣测。在过去五年内，随时不加判断地买进瑞士法郎选择权都有利可图；卖方所收到的权利金超过其所支付的金额，这种情况只出现一次（在所观察的二十次之中)。外汇期货是一项新的交易工具，是否因此而使得交易员无法正确判断其波动呢？或者，交易员是否始终期待不曾实现的平静市场呢？或者，所有一切都只是统计上的偶然现象，通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常，这种不正常的情况多半源于统计的偶然现象，但我们仍非常迷惑，外汇选择权卖方所承担的持续亏损并不能够使权利金提高。如果外汇选择权的权利金不能很快调升，我想卖方将乐意让其它人承担销售的工作。

我们对整体（overall）结果能做何评论？在六种市场与五年期间中，我们假定销售了 120 笔理论的等价对敲选择权。我们必须承认，任何单一的交易结果都会出现可观的随机因素。比方说，卖方最后必须支付买方金额的大小，深受其采用履约价格的影响，该金额对选择权销售所选定的时机也非常敏感。用 120 笔交易所构成的样本规模仍然很小。在这些限制下，我发现其结果令人十分讶异：卖方所具有的优势比我原先所设想的小得多。

表 9-10 卖出卖出选择权——期望总结果

选择权卖方似乎有正面优势，但是优势不强——甚至不足以弥补佣金。

品种	卖出之选择权(1988-1992)	平均保证金收入	卖方平均利润	保证金利润率%
小麦	20	25.7	4.1	15.9
白银	20	43.2	16.3	37.7
原油	20	2.16	0.0	0.0
日元	20	2.70	-0.51	-18.8
瑞士法郎	20	2.95	-1.14	-47.7
S & P	20	21.2	4.9	23.1
			平均：	1.7%

选择权卖方对销售等价对敲选择权所得到的综合权利金，其期望报酬率（expected return）为 1.7%（表 9-10）。举例来说，对于一笔典型 2000 美元的权利金而言，卖方的预期净收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 34 美元，对完成这项交易所须支付的 100 美元佣金费用而言，(60 美元用来销售等价对敲选择权，加上 40 美元的执行费用)，该项 34 美元的收入是微不足道的。换言之，如果本资料具有代表性，则卖方优势实际上不存在。同理，买方也无优势可言，因为买方也面临相同的佣金问题——加上 34 美元的负期望报酬。

在准备检定卖方优势的假说之前，我期待这项普遍的智慧——一般而言，选择权卖方有明确的胜算——能够得到确认。我相信现在可以排除掉这种看法，或这种看法至少非常值得怀疑。即使为样本可能发生的“不具代表性”预留余地，我仍然认为样本已经大得足够下结论，销售选择权并非我们所认为的是一棵摇钱树。确认假说总是比拒绝它要来得舒服些，但你必须面对现实。我非常好奇而想知道，其他人是否得到类似的结论。

如果我所提出的数据有代表性，则选择权市场整体而言呈现可观的效率(remarkably efficient overall)，个别商品则似乎是无效率的市场(inefficient in individual commodities)。如果选择权的价值与期货市场均保持目前的特性，则出售白银与史坦普选择权是门好生意，外汇选择权则只可以买。然而，我相信白银与史坦普选择权的权利金会逐渐下降，外汇的权利金则将逐渐增加。

选择权出售实务

在上文，我观察一般的选择权交易一不加区别的买进与卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出每一笔选择权。在决定纯粹的卖方优势(pure writer's edge)时，我认为这种方法是有效的。在实际的市场中，当不利于选择权卖方的大行情出现，他们并不必然会如此充满无力感。他们总是可以透过交易所再买进、或以期货部位冲销(offsetting)等方式，掩护(covering)选择权的部位。

一般而言，我看不出有什么理由购买选择权——即使瑞士法郎的绩效极佳。虽然选择权的有限责任风险对痛恨采用停损策略的交易员具有吸引力，但这是必须支付代价的。透过购买选择权获利，我们不仅要预测价格的走势，还要预测其时机(timing)。看着价格朝有利的方向发展，但发展速度不足以弥补选择权权利金随着时间逐渐缩水，是一段令人非常沮丧的经验。购买选择权的实际情况是，买方在从事期货交易时，多半时候都会延误认赔的时机。我宁可迅速认赔，另寻机会。在期货部位遭到停损出场不是一件令人愉快的事，但是眼看选择权逐渐变得一文不值，则是真正的被虐待狂——当然，卖方则另当别论。我不相信任何的选择权买进策略，其效果不能透过单纯地使用期货来达成，但这有一个前提，即交易员必须能够小额认赔，必要时能再度进场。

我曾经看过一位经纪人，从选择权买进上获得相当的成果。他十分稳定地获利，赚了不少钱。他的策略非常简单；买进选择权相互对立的两种部位——称为买进等价对敲的选择权——并且预定很小的获利目标(20%)。比方说，如果他以 2000 美元买进等价对敲(买进与卖出选择权权利金的总和)，当等价对敲增值到 2400 美元，立即获利了结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四次中有三次，这个策略会成功。如果获利目标不能实现，他会让选择权过期，因为他买进的是等价对敲部位，所以其中一个选择权到期时一定还会有些价值（something）——在零到到 2400 美元之间。在交易中永远不会发生追缴保证金的情况（选择权是以现金支付的），所以该经纪人真可宣称是十之八、九的赢家。这套系统不仅听起来十分吸引人，而且实际有效运作了一阵子——我认为它是以外汇交易做为起点。但是这项计划延伸到其他选择权时，绩效便逐渐不振，其帐户净值也从此不断下降。不了解真正的机率状况不利，这项计划的“投资人”最终将被佣金费用剥削至死，这项致死的病因是否曾经接受诊断，颇令人怀疑。

虽然卖方的纯粹优势显然微不足道，但我相信任何值得探索的选择权策略一定是站在卖方的一边。相对于卖方的纯粹优势，选择权卖方可以透过数种方法改善其优势。

第一种方法是透过对时机的掌握（through timing）。选择权无需每天出售，或在特定日期销售。如果卖方能够测知期货市场的某交易区间，而在此交易区间出售买进与卖出选择权，较他在市场高峰或谷底出售，更要居于稳固地位。正确地预测市场什么时候无所作为，其所需具备的技巧就像预测市场什么时候会展现趋势。押注在市场将无所作为的交易员，具有一项优势，因为市场多数时候都没有趋势。可能是有苏格兰血统的缘故，我认为一笔销售状况良好的等价对敲，是一笔非常有趣的交易。在这个世界上，还有什么机会可以让你获得庞大的报酬，而只需要预测绝对没有事情会发生呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖方提升其优势的第二个方法，是只销售等价对敲中的一种选择权（writing only one side）。如果你在多头市场只销售卖出选择权，而在空头市场只销售买进选择权，则报酬率会提升。当然，问题在于如何辨识多头市场与空头市场。没有事情发生时，这项策略也会有所斩获。

最后，对有问题的选择权，卖方可以采取避险措施（hedge problem options）。选择权的价值迅速上扬时，可以透过选择权的冲销或期货的避险，加以中性化，我们在此所考虑的是纯粹的伤害控制，尝试使损失达到最小的程度，或控制在某个范围内。卖方如何决定选择权的价值已经增加到应该采取保护措施的时候呢？这是主观的问题，但我认为一旦等价对敲的价值倍增，则卖方的头痛危险期便开始了。

我们必须注意，任何买进选择权或卖出选择权。其价格从目前价位倍增的机率始终低于 50%(always less than 50%)。如果情况并非如此，不加以区别地买进选择权便成为有效的策略。等价对敲(straddle)(买进选择权加上卖出选择权)的价值倍增，则其胜算更难了。平价等价对敲的价格要倍增，其所设定期货必须出现大幅度的走势。平价(at the money)等价对敲曲线（图 9-1）相当平缓，因为买进选择权价值的增、减，会因为卖出选择权出现类似而相反的价格增、减而得到平衡。

选择权销售的最佳状况是履约价格要尽量接近所设定期货的成交价；这是需求最殷切的履约价格，也是市场流动性最高的履约价格——但选择权市场并不特别有流动性。最初建立部位时，市场缺乏流动性不是大问题，交易员可以慢慢挑选价格，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定这是公平的。然而，交易员面临冲销欠佳的选择权部位时，该选择权将出现大幅溢价(into-the-money)的情况，因此也丧失了市场流动性，而企图以公平价格冲销该部位恐怕就很困难了。你想袪除有问题的选择权时，希望动作迅速，而缺乏流动性的市场则是你最不需要的东西。

冲销选择权的另一种方法，是透过期货市场来规避选择权的亏损。一旦选择权透过期货市场规避风险，交易员便需要祈祷造成问题的趋势会持续下去。如果趋势反转，则期货合约会开始亏损。最初，这项亏损会因为选择权价值的下跌而平衡，但期货的亏损终将超越选择权所能弥补的程度，使得该期货部位必须予以结清。对卖方而言，以期货部位平衡亏损的选择权部位，是相当棘手的工作，但这一切都是该行业所应承担的压力。交易的出售并不适合业余人士。

出售选择权还有许多可能的策略，更有许多方法值得探索。比方说，出售折价(out-of-the-money)的选择权，而且接受更少的权利金以换取选择权被履约的较低可能，是否是比较好的策略？出售短期选择权，而且接受较低的权利金以换取比较短的等待期间，是否优于出售长期选择权呢？

答案都储存在各地公共图书馆的缩影胶卷部门，而且是免费的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 十 章

回 顾

摘 要

我的目的在于描述商品交易的世界，而非提醒各位读者特殊的交易情况。一方面，我坚持基本面的哲学思考方式，采取动态的方法从事交易。在撰写本书时，我对某些特定市场任何基本面之见解，几乎都不会与读者阅读本书时所面对的市场有关。我希望读者能够发现开放心胸面对市场的永恒价值，因为——如同我所尝试说明的——没有一贯有效运作的机械式方法。而且根本没有任何明显正确或错误的交易。

另一方面，就既有的证据作推论时，则有明显正确与错误的方法；这是我所尝试说明的。不论我的建议是否有帮助，它们都代表对问题的严谨思考，以及对事实进行逻辑阐释的坚持。

我觉得先讨论期货业内许多盛行的错误观点是非常重要的，所谓的清除甲板，可使读者有比较清晰的视野观察市场的真实状况。许多有关交易的愚蠢论文，在学术的伪装下充斥着市场。明智的人会在适当的时候拆穿它们。如果我可以加速读者这项认知的能力，则愈快愈好。时间极有价值，最好用于积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极的思考与规划上。

在嘲弄商品经纪人及其客户时，我并不是认为这些人特别值得我嘲讽。商品市场是三位一体的马戏团，而马戏团需要演员。就许多层面而言，经纪人与玩家会发现他们自己沦为某种情境的囚徒，虽然他们是自己的囚徒。市场是我们所创造出来的怪兽，可以满足我们的投机欲望。而且它是一个必须受到尊敬的怪兽。如果蔑视它，它会无情地暴露我们所有的弱点，痛加挞伐。

如果决定要成为商品交易员，你将遇到一些有趣而非理性的人。我在期货界已经很长一段时间，由我警告你似乎是一件合理的事。虽然知道这与交易并无重大关联，便我仍然觉得应该尽可能精确地描述与评论这些现象。

有关预言家与自诩为专家的人到处兜揽生意，我毫不内疚地揭穿这种过度的自我膨胀，并暴露这些第三流人士的心智。虽然贪婪的人容易受骗，也该被骗，但不该让这些市场骗子有权剥削人性的弱点。

在描述马戏团之后，我接着谈论如何处理不确定性。我指责图形分析者“坐井观天”，企图以几何学的方法解决动态的时空问题。季节性的预测以及用趋势线做预测，在观念上很容易被接受，但在实务上毫无价值。我也曾经说明，没有任何证据支持对群众心理的阐释，会有助于价格的预测。

接下来，我检视大多数交易员天赋的典型恶习，这些习惯几乎注定他们的失败。实际交易结果的证据显示，胜利完全不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是偶然的现象；对失败者而言，亏损是系统的、行为上的与可预期的现象。

这些观察导致一项假说，我们可以利用纯粹的技术(puretechnique)——不用考虑任何经济基本面——击败市场，因为失败者十分明显地可以利用纯粹的技术造成亏损。这项假说利用典型的交易系统加以检定。检定出现积极的结果，而且以统计上的高信赖水准显示该结果的有效性。虽然是积极的结果，但该系统的投资报酬率却远低于最初的结果。另外，该系统非常容易受到连续亏损的伤害，这是多数技术面的交易者所故意忽视的重要内涵。

我警告读者要避免遵循流行的趋势，而趋势是许多交易员、操作者、资金管理者、商品基金所持的态度——不采用经济分析而采用系统交易；不采用想像力而采用替代品。我提出的证据显示，商品基金的绩效纯属偶然。

我随后说明了，真正的报酬率归于具有创造力的基本分析者，是合理的现象。我曾经讨论想像力、弹性与开放的心胸；这些特征是技术面交易者的禁忌，却使基本分析者能因此而利用市场上所出现的机会。

我就某些特定商品提出基本面的资料，说明基本面交易者如何判断要建立的部位。然后我拟定进、出市场的逻辑纪律。我说明，在部位实际建立之前，而压力当不足以构成复杂的因素时，要面对棘手的问题。

为了确保交易成功的执行，我指出必须符合三项需求：限

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制最初风险的需求；在最初遭到挫折之后，要坚持的需求；在交易结束后，出场并保持在场外的需求。我使用 1992 年到 1993 年的日元多头市场资料，检定奠基于基本分析的策略。我指出，此项策略所达成的结果是属于假说性质，杰出的绩效会遮蔽后见之明的智慧，纸上交易的目的在于探索策略而非预测未来。

最后，我以一章的篇幅详细讨论资金管理，并以另一章的篇幅讨论选择权——我在十年之前撰写本书第一版时，此项交易工具几乎还不存在。

真理与后果

我不为别人操作、撰写分析报告，我也不提供例行的投资建议。我与经纪人或推销员也无任何瓜葛。虽然我与期货界保持着密切的接触，自认为是热心的观察者。在完成本书之后，我感觉非常满足，对商品市场与其中所进行的一切，已经加以精确地描述了。

对非小说类的作品而言，作者所能拥有的最佳写作动机是去发觉知识系统中的空隙——他认为他能够填补的空隙。我认为商品图书所缺少的，是一本供一般读者参考的批判性书籍，并载有足够的实际“素材”引起积极交易员的兴趣。对商品圈所发生的一切，我是标准的旁观者，却是内行的旁观者——如果你愿意的话，可以称我为希腊式清唱。我的宗旨不在于推广或驳斥商品交易，描述它只是为了让读者能够有所收获，读者合上本书时，能有深一层的了解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以何种方式深一层地了解呢？一方面，读者现在应该能理解，商品交易并非纯粹的科学或艺术，而是两者皆备。当然，如果希望了解它，你必须以科学方法为起点。科学家的工作是从外在的环境收集证据，而不企图改变外在环境，然后加以处理，透过测量与推论，去辨识他所研究外在环境中变数之间所存的关系。

捉一位一生埋首于实验室的物理学家，将他推入经济学的世界。要求他研究糖的经济学，他很快便会告诉你，历史资料显示，糖的全球供给与糖的全球价格之间，存在着反向的关系。延伸这位物理学家的研究领域，他会告诉你，这种供给与价格的关系看起来是各种商品所具有的共通法则，但是就这种关系的强度而言，糖比其它商品更为凸显。我们必须承认这是单纯的概念，但也是科学依据其首要原理进行研究的方法；观察、推论与预测。

现在，邀请这位物理学家应用他新发现的经济学知识从事糖期货交易。几乎可以确定最初他会失败，市场所呈现的非理性反应，尤其是对消息的反应，会使他感受到挫折。然后，两种情况之一会发生。如果他缺乏想像力，科学家会放弃并正确地推演出一项结论，期货交易是一场不能单纯用科学方法来处理的游戏。但是，如果这位科学家是有想像力的人，则会尝试从不利的交易中学习，而他将发现时机的些微差异可以令他反败为胜。经由此过程，透过想象力与理性。他会发展出致胜的风格。然后，他会——或许在潜意识里——预测有利的结果，并应用他的预言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扛着圣经的包袱，预言是特殊的字眼。我喜欢诺期洛普•佛莱尔（Northrop Frye）所下的定义。在谈论威廉.布列克（William Blake，译按：英国诗人与艺术家，其作品称为《预言书》）的神秘与幻觉时，他说道："预言家所拥有的是超凡的认知能力，而非远见。没有所谓不可避免的未来，而透视未来也不是预言家的工作。预言家能够看见其他人所不看见的东西，便是目前状况的可能结果"（基本分析的投入？）。

直觉与常识，想象力与知识。这些条件是否便能促成商品交易的成功？是否还需要其他条件？或许还有个性吧？有些极有能力的人似乎具备优秀交易员的所有条件，但因为某种理由而无法成功。

成功的投机客并非不会失败或不曾失败的人。恰好相反，如果你曾经彻底破产两次，仍对自己信心十足，并决心获胜，你出外工作，赚足了钱三度回来，则你知道自己将成为成功的投机客。成功与失败的投机客的差异，在于失败的投机客在破产之后便放弃了。我们不确知实际破产在实务上的必要程度，但有一点似乎是正确的，即使最初的结果注定要失败，成功投机客的个性结构仍具有持续奋斗的能力。成功的投机客是否在心理结构上异于常人？换言之，他们处理挑衅、羞辱、愤怒，以及其他类似情绪的方法是否有所不同？

——摘自 The Rosenthal Reoport，约 1977 年

当然这位作者略嫌夸张；成功的投机客并非必定需要经历破产。然而，他指出了成功交易员个性上的重要特征：决心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我同意他的观点，成功交易者具有非比寻常的决心。

他们也必须学会如何面对成功。大钱得来非常快，价值观会受到扭曲，对金钱的尊重会减弱。对于已经充分了解市场是多可怕的交易员而言，市场也会在突然之间变得十分轻松。市场有巧妙的能力，惩罚不尊重他的人。你会认为，当成功的投机客变得更成功，他会增加自己与市场之间的距离——学习享受悠闲的生活与庞大的财富。事实却非如此。沉迷于商品交易，或把交易视为生存的理由，是一项严重的错误。我曾经目睹这种案例，那并非赏心悦目的景观。

临别赠言 致胜心态

商品市场是独特的制度，提供独特的吸引力。回避传统自明之理，而只根据自己的信念行动，获得立即的报偿，你还能在那里找到这种场所？

我强烈要求读者自己从事交易；以高度的期望处理交易，撇开所有其他人，而只信赖自己。我也要求读者牢记，在市场上获胜可以买到金钱与时间，而致胜的风格——以奇怪的方式——与观念是有关的。

我要求读者思考大方向。在时空中寻找正确的远景。紧盯着萤幕的人以分钟做为思考的时间单位，而精明的交易员是以礼拜或月份作为思考单位。精明交易员会尽情发挥想象力。透过心来凝视杰出的交易，相信它会发展成形，交易员便能够在潜意识中拟定计划并善用它。我最佳的交易是在远离疯狂群众时所构思完成者，因为在彼处有时间反省；我不认为这是巧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合。我最糟的交易则发生在紧盯报价机一整天之后所做者，这也非巧合。

如果太靠近行动场所，你可能会沦为每一档价格跳动的奴隶，会更容易做出愚蠢的冲动决策。请相信，我已经拥有足够的经验。商品交易能够轻易地接掌你的生活，并毁灭你，这个世界充斥着许多商品交易狂，可以为一笔交易而一天拨二十通电话给经纪人。不相关的资讯是你的头号敌人。不要被引诱，保持距离。市场有时候会深深地愚弄你，请接受这一点，因为这是它的本质。对这种反常情况报以微笑，然后你将成为最后开怀大笑的人。赢家不会担心市场；没有这种必要，因为在其本身的知识领域内，他稳如泰山。

我把最后一段话赠给鲍伯.狄伦（Bob Dylan）：“我刚写完一首歌。知道它不错。但我还是不知道要说什么”。